

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS CENTRO DE  
DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL DOUTORADO EM  
ECONOMIA**

**CAMILLA PETRELLI CORRÊA DE ALMEIDA**

**DINÂMICA VOLÁTIL DOS FLUXOS DE CAPITAIS E VULNERABILIDADE  
FINANCEIRA EM PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL : FATORES  
DETERMINANTES E ANÁLISE DE PROPOSTAS PARA A SUA REDUÇÃO**

**Belo Horizonte – MG**

**2016**

**CAMILLA PETRELLI CORRÊA DE ALMEIDA**

**DINÂMICA VOLÁTIL DOS FLUXOS DE CAPITAIS E VULNERABILIDADE  
FINANCEIRA EM PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL : FATORES  
DETERMINANTES E ANÁLISE DE PROPOSTAS PARA A SUA REDUÇÃO**

Tese apresentada ao curso de Doutorado em economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial a obtenção do Título de Doutor em Economia.

Área de Concentração: Economia

Orientador: Prof.Dr. Marco Aurélio Crocco Afonso

Co-Orientador: Prof. Dr. Anderson T. M. Cavalcante

Co-Orientador Estrangeiro: Gary Arthur Dymski

**Belo Horizonte – MG  
2016**

Ficha Catalográfica

A447d  
2016 Almeida, Camilla Petrelli Corrêa de.  
Dinâmica volátil dos fluxos de capitais e vulnerabilidade financeira em países da América do Sul [manuscrito] : fatores determinantes e análise de propostas para a sua redução / Camilla Petrelli Corrêa de Almeida. – 2016.  
323 f. : il., gráfs. e tabs.

Orientador: Marco Aurélio Crocco Afonso.

Coorientadores: Anderson Tadeu Marques Cavalcante, Gary Arthur Dymski

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.

Inclui bibliografia (f. 312-323)

1. Fluxo de capitais – América do Sul – Teses. 2. América Latina – Aspectos econômicos – Teses. I. Crocco, Marco Aurélio, 1961-. II. Cavalcante, Anderson Tadeu Marques. III. Dymski, Gary Arthur. IV Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. V. Título.

CDD: 332.6322098

Elaborada pela Biblioteca da FACE/UFMG – NMM0101/2016

CAMILLA PETRELLI CORRÊA DE ALMEIDA

**DINÂMICA VOLÁTIL DOS FLUXOS DE CAPITAIS E VULNERABILIDADE  
FINANCEIRA EM PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL : FATORES  
DETERMINANTES E ANÁLISE DE PROPOSTAS PARA A SUA REDUÇÃO**

APROVADA EM \_\_\_\_ / \_\_\_\_ / \_\_\_\_

---

Prof. Dr. Marco Aurélio Crocco Afonso  
Universidade Federal de Minas Gerais

---

Prof. Dr. Anderson Tadeu Marques Cavalcante  
Universidade Federal de Minas Gerais

---

Prof. Dr. Gary Arthur Dymski  
Universidade de Leeds

---

Prof. Dr. André Martins Biancarelli  
Universidade Estadual de Campinas

---

Profa. Dra. Vanessa da Costa Val  
Universidade Federal de Uberlândia

---

Prof. Dr. Gilberto de Assis Libânio  
Universidade Federal de Minas Gerais

---

Prof. Dr. Bernardo Campolina Diniz  
Universidade Federal de Minas Gerais

*Dedico esta tese à minha família,  
minha fonte inesgotável de força  
e amor.*

## AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar aos meus pais Niemeyer Almeida Filho e Vanessa Petrelli Corrêa que além de serem grandes referências de amor, caráter, dedicação e força, são também dois grandes economistas que eu admiro e respeito imensamente a opinião. Eles me ensinaram que além de ter uma boa formação é preciso ter respeito ao próximo, dedicação e um pensamento crítico em relação à sociedade para se tornar um bom profissional. Sem o exemplo e apoio deles nada disso seria possível.

Aos meus avós, Dirceu, Arlette, Ruth e Niemeyer pelo amor e pela sabedoria que sempre me ofereceram. Às minhas queridas irmãs Carina e Priscilla e seus companheiros Rafael e Fabiano. Aos meus primos queridos Tati, Fred, Renata, Matheus e Thiago. Aos meus tios Dirceu, Ana, Márcia, Kátia e Beto. Agradeço por estarem presentes nos momentos felizes e nos momentos difíceis e por sempre acreditarem que eu seria capaz de vencer esta etapa.

Agradeço ao Marcus, Helena, João Pedro e Marquinhos por me receber inúmeras vezes em sua casa todas as vezes que precisei ir à Belo Horizonte. Serei eternamente grata pela hospitalidade e carinho com que vocês me receberam.

Agradeço a tia Ceíça que me recebeu no começo do doutorado em sua casa e sempre esteve presente em minha vida me dando muito carinho e atenção.

Um agradecimento mais do que especial aos meus orientadores, Marco Aurélio Crocco, Anderson Cavalcante e Gary Dymski os quais foram atores fundamentais na minha formação durante o processo de doutoramento. Agradeço também ao Gary por ter me recebido com tanto carinho em Leeds durante um ano e me permitido além de melhorar minha fluência em inglês conhecer novos horizontes ao interagir com grandes intelectuais. À vocês, minha admiração e respeito.

Agradeço aos meus colegas, hoje amigos, Gustavo Campolina, Luiz Carlos Ribeiro, Rosa Montenegro, Débora Freire, Glaucia Possas, Rodrigo Michel, Francielli Tonet, Elisa Queiroz, Tanise Brandão, Fernanda Faria e Ana Carolina Carvalho por fazerem destes anos de estudo em Belo Horizonte mais felizes e interessantes. Aos amigos que fiz durante o período que estive na Inglaterra, Bianca Orsi, Danielle Santanna, Rosa

Canelli, Hanna Szyzborska, Robert Sweeney, Stefanos Louannou, Jurgita St e Andrius Jonusas por tornarem a estadia no exterior mais leve e divertida, além de muito proveitosa, pois aprendi muito com esta experiência.

As minhas amigas e companheiras de sempre Maria Clara Alcântara, Carolina Lacerda, Juliana Muylaert, Lara Barbosa e Rhaissa Mariana e às minhas mais novas amigas Lygia Tupy, Gisele Moura, Aline Ramos e Ana Carolina Nascimento por estarem sempre presentes nos momentos de descontração e por me apoiarem nos momentos mais delicados. À Vanessa Pereira, Nathalia Bizinoto, Kelly Faro, Olga Oliveira, Camila Hermida e Leticia Scofield por serem minhas amigas, companheiras e conselheiras de vida acadêmica e por me fazer acreditar que existe vida após o doutorado.

Aos professores Guilherme Jonas e Flávio Vieira por me ajudar em meus ensaios empíricos e pelos conselhos ao longo da Tese.

Aos membros da banca André Martins Biancarelli, Vanessa da Costa Val , Gilberto de Assis Libânio e Bernardo Campolina Diniz pela disponibilidade e contribuições.

A todo o corpo docente e a equipe administrativa do Programa de Pós-graduação em Economia do CEDEPLAR/UFMG pela oportunidade e por tornar possível o meu amadurecimento enquanto pessoa e enquanto acadêmica.

À Fundação de Amparo à pesquisa de Minas Gerais pelo apoio financeiro ao longo do doutorado e no período em que estive no exterior.

## RESUMO

Esta tese foca sua análise no estudo da vulnerabilidade financeira de países sul americanos. Estes países, devido a fatores estruturais, que têm determinantes históricos, são colocados em uma posição subordinada no mercado financeiro internacional. Eles não apenas são dependentes comercialmente de outros países, mas também financeiramente. O intuito desta tese foi o de articular essa dupla dependência e destacar a complexidade da dependência financeira, indicando que ela tem evoluído à medida que o processo de globalização vem avançando. A “subordinação financeira” tem relação com a presença de uma hierarquia entre as diferentes moedas transacionadas nos mercados internacionais. Este fator de subordinação, corresponde a um dos elementos que explicam o perfil dos fluxos de capitais destinados a estes países, que tem um comportamento mais volátil, podendo sofrer reversões abruptas. A este respeito o objetivo da Tese foi produzir elementos que permitem o diagnóstico deste “novo” conceito de vulnerabilidade externa, mais complexo, que engloba elementos específicos das dinâmicas dos fluxos de capitais dirigidos a estes países e que é compatível com a abordagem heterodoxa de Keynes e dos autores pós-keynesianos. Para tal, foi proposta uma metodologia de estudo para produzir elementos que demonstrem que os países periféricos, que não têm moeda forte e apresentam forte abertura financeira, são muito afetados por fatores que são determinados pela dinâmica especulativa dos mercados financeiros globais, fora do alcance do país, sendo esse um fator de vulnerabilidade para os países periféricos, dentre eles os da América do Sul. Juntamente a este estudo a Tese também analisa os processo de integração financeira da América do Sul, destacando que as novas propostas não consideram a vulnerabilidade financeira em toda a sua complexidade, ou seja, não leva em conta a possibilidade de reversões abruptas de recursos. Este tipo de vulnerabilidade requer mecanismos de proteção e o fortalecimento de instituições que estejam menos dependentes da leitura que os países credores têm sobre os devedores e mais preocupadas com as especificidades de cada país.

**Palavras-chave:** Vulnerabilidade externa, países sul americanos, fluxos de capitais

## ABSTRACT

This thesis focuses its analysis on the study of South American countries financial vulnerability. These countries due to structural factors ,which have historical determinants, are placed in a subordinate position in the international financial market. They are not only commercially dependent to other countries, but also financially. The aim of this thesis was to articulate this dual dependence and highlight the complexity of financial dependence, indicating that it has evolved as the globalization process is moving forward. The "financial subordination" is related to the presence of a hierarchy between the different currencies traded on international markets. This subordination factor corresponds to one of the elements that explain the profile of capital flows destined to these countries, which have a more volatile behavior and may undergo abrupt reversals. Considering the volatility of this capital flows have specific determinants, the main concern of the Thesis is to demonstrate that peripheral countries have a different "type" of external vulnerability. The identification and analysis of this additional component of financial volatility is done accordingly to the heterodox , more particularly Keynesian and the post Keynesian, approach. The thesis proposes a methodology to demonstrate that peripheral countries, more specifically south American countries, that do not have a strong currency and have strong financial openness, are greatly affected by factors that are determined by the speculative dynamics of global financial markets. Along with this proposal the thesis also explores the financial integration process in South America, emphasizing that the recent proposals do not consider the financial vulnerability in its entire complexity. The main concern is to demonstrate that the possibility of abrupt reversals of resources requires protection mechanisms, and the fortification of institutions which are less dependent on reading that the creditor countries have on debtors and more concerned with countries specificities.

**Keywords:** External Vulnerability, South American countries, capital flows

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	21
1 – PAÍSES PERIFÉRICOS E A “SUBORDINAÇÃO FINANCEIRA” – UMA DISCUSSÃO A PARTIR DA ABORDAGEM ESTRUTURALISTA.....	28
1.1 A inserção subordinada dos países periféricos e a dimensão do tempo histórico: a abordagem estruturalista.....	29
1.1.1 Subdesenvolvimento e abordagem do estruturalismo clássico.....	29
1.1.2 Trocas desiguais, dinâmica do setor industrial, produtividade e desequilíbrio externo .....	32
1.2 Subordinação Financeira dos países periféricos: hierarquia das moedas e ciclos reflexos .....	42
1.2.1 Conceito de moeda e a impossibilidade da separação do “lado Real” do “monetário”.....	43
1.2.2 Evolução da globalização financeira pós anos 1960: internacionalização e crescimento da flexibilidade dos movimentos internacionais de capitais.....	44
1.2.2.1 Flexibilização dos passivos bancários e avanço da internacionalização financeira.....	45
1.2.2.2 O processo de securitização e a abertura financeira .....	50
1.2.3 Sistema monetário internacional e hierarquia de moedas: A inconversibilidade das moedas ligadas a países periféricos.....	53
1.3 Determinação das taxas de câmbio e juros em países periféricos.....	58
1.3.1 Câmbio e a dinâmica especulativa.....	58

1.3.2 Determinação das taxas de juros em países periféricos: o desvio estrutural da paridade coberta.....	61
1.4 O processo de liberalização financeira dos anos 1990: a dinâmica concreta da subordinação e o aprofundamento dos ciclos reflexos.....	72
1.5 Considerações finais do capítulo .....	79
<b>2. CONCEITO DE VULNERABILIDADE EXTERNA FINANCEIRA: UMA ANÁLISE PARA OS PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL.....</b>	<b>82</b>
2.1. Especificidade dos países periféricos, restrição externa e vulnerabilidade – uma breve revisão da literatura .....	84
2.2. Vulnerabilidade financeira e indicadores.....	91
2.2.1 Indicadores de Fragilidade financeira.....	100
2.3 Estudos da evolução dos Indicadores tradicionais de vulnerabilidade .....	105
2.4 Vulnerabilidade Financeira- Proposta de um indicador síntese.....	110
2.4.1 Definições quando à Posição Internacional de Investimento (PII)/ Passivo Externo líquido (PIL) .....	111
2.4.2 Indicador de Vulnerabilidade Financeira (reversão) para países da América do Sul .....	115
2.4.3 Indicador Síntese de Vulnerabilidade financeira.....	120
2.5 Estudo aplicado à América do Sul: Vulnerabilidade Financeira – incorporação da análise das contribuições à volatilidade da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos.....	131
2.5.1 Metodologia .....	132
2.6 Conclusão.....	159
<b>3. INSTABILIDADE DO DIRECIONAMENTO DE RECURSOS AOS PAÍSES PERIFÉRICOS.....</b>	<b>163</b>
3.1 A dinâmica da liquidez internacional entre 2000 e 2014 e direcionamento de recursos aos países periféricos .....	164
3.2 Relação entre fluxos de capitais, variáveis macroeconômicas internas e externas .....	174

3.3 Análise dos fluxos de capitais determinantes na volatilidade da conta Financeira.....	179
3.3.1 Análise de Séries Temporais .....	183
3.3.1.1 Estimação do modelo VAR .....	184
3.3.1.2 Testes de Estacionaridade (testes de raiz unitária) .....	186
3.3.1.3 Testes de Cointegração .....	191
3.3.1.4 Testes de defasagem .....	191
3.3.1.5 Escolha da ordem causal do modelo .....	192
3.3.1.6 Análise da Decomposição da Variância .....	194
3.3.1.7 Função Impulso-Resposta .....	195
3.3.2 Análise dos Resultados dos modelos .....	197
3.3.2.1 Análise da decomposição da variância grupo 1 .....	199
3.3.2.2 Análise das funções impulso-resposta .....	208
3.4 Conclusão .....	213
<b>4. COOPERAÇÃO FINANCEIRA REGIONAL E A SOLUÇÃO DO PROBLEMA DA VULNERABILIDADE EXTERNA .....</b>	<b>245</b>
4.1 A evolução histórica do processo de integração da América do Sul até chegar ao “novo regionalismo” .....	247
4.1.1 O regionalismo protetor .....	248
4.1.2 O regionalismo aberto .....	251
4.1.3 O regionalismo pós-liberal .....	253
4.1.4 O “novo regionalismo” .....	258
4.1.4.1 Os diferentes projetos que coexistem na América do Sul .....	259
4.2 A integração financeira na América do Sul: Principais Instituições existentes .....	263
4.2.1 Classificação .....	263
4.2.2 Sistemas de Facilitação de pagamentos e fundos regionais de reserva .....	265

4.2.2.1 O Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR) .....	266
4.2.2.2 FLAR – mecanismo de financiamento da Balança de Pagamentos .....	269
4.2.2.3 Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML) .....	274
4.3 Financiamento de Longo Prazo, organismos multilaterais e Bancos de desenvolvimento regionais .....	275
4.3.1 Bancos regionais: importância no contexto do “novo regionalismo”.....	276
4.3.2 Liberações da CAF e comparações com os empréstimos do Banco Mundial, BID e BNDES .....	280
4.3.3 O Banco do Sul .....	288
4.3.4 Cooperação econômica em um caminho para uma moeda única .....	289
4.4 Limites da adoção de uma moeda única .....	292
4.5 O debate sobre controle de capitais .....	294
4.6 Considerações finais.....	299
5. CONCLUSÃO .....	302
REFERÊNCIAS .....	312

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1: Países da América do Sul: Dívida Externa Total/PIB .....	106
Gráfico 2.2: Países da América do Sul: Dívida Total / Exportações (percentual).....	107
Gráfico 2.3: Países da América do Sul: Pagamentos de juros sobre a dívida externa/PIB .....	107
Gráfico 2.4: Países da América do Sul: Pagamentos de Juros sobre a Dívida Externa/Exportação.....	108
Gráfico 2.5: PII Argentina ,dados anuais em US milhões .....	115

Gráfico 2.6: – PII Bolívia, dados trimestrais em US milhões.....	115
Gráfico 2.7: PII Brasil, dados trimestrais em US milhões – em US\$ milhões.....	116
Gráfico 2.8: PII Colômbia, dados trimestrais em US milhões .....	116
Gráfico 2.9: PII Costa Rica, dados trimestrais em Us milhões .....	116
Gráfico 2.10: PII Chile, dados trimestrais em US milhões .....	116
Gráfico 2.11: PII Equador, dados anuais em US milhões .....	116
Gráfico 2.12: PII Peru, dados trimestrais em US milhões .....	116
Gráfico 2.13: PII Paraguai, dados trimestrais em US milhões .....	117
Gráfico 2.14: PII Uruguai, dados anuais em US milhões .....	117
Gráfico 2.15: PII Venezuela, dados trimestrais em US milhões .....	117
Gráfico 2.16: PII Países da América do Sul em US\$ milhões – dados .....	117
Gráfico 2.17: PII Países da América do Sul em US\$ milhões – dados trimestrais .....	117
Gráfico 2.18: PII Países da América do Sul em US\$ milhões – dados anuais .....	118
Gráfico 2.19: Brasil: IIP ativos e passivos em US\$ milhões .....	119
Gráfico 2.20: Venezuela: ativos e passivos em US\$ milhões .....	119
Gráfico 2.21: IVF-R*- Brasil (dados trimestrais) .....	125
Gráfico 2.22: IVF-R* - Chile, Colômbia, Costa Rica, Peru, Venezuela (dados trimestrais) .....	125
Gráfico 2.23: IVF-R*- Bolívia e Paraguai (dados trimestrais) .....	125
Gráfico 2.24: IVF-R*- Argentina, Equador, Uruguai (dados anuais) .....	125
Gráfico 2.25: Reservas da Venezuela Colômbia e Peru em US\$ Milhões (dados quadrimestrais) .....	128
Gráfico 2.26: Reservas do Brasil em US\$ Milhões – dados quadrimestrais .....	128
Gráfico 2.27: Reservas do Chile em US\$ Milhões (dados quadrimestrais) .....	128

Gráfico 2.28: Reservas da Bolívia, Costa Rica e Paraguai em US\$ Milhões (dados quadrimestrais) .....	128
Gráfico 2.29: Reservas da Argentina, Equador Uruguai em US\$ Milhões (dados anuais) .....	129
Gráfico 2.30: Venezuela: Componentes do IVF-R .....	130
Gráfico 2.31: Chile: Componentes do IVF- R .....	130
Gráfico 2.32: Argentina: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	136
Gráfico 2.33: Brasil: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	138
Gráfico 2.34: Colômbia : Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	140
Gráfico 2.35: Equador: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	141
Gráfico 2.36: Bolívia: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	146
Gráfico 2.37: Chile: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	148
Gráfico 2.38: Costa Rica: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	149
Gráfico 2.39: Paraguai : Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	150
Gráfico 2.40: Peru: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	152
Gráfico 2.41: Uruguai: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	153
Gráfico 2.42: Venezuela: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	155
Gráfico 3.1: Índice VIX 2000-2014 (em %) .....	165

Gráfico 3.2: Taxa <i>Treasury Bond</i> EUA de 1 ano - 2000-2014 (em %) .....	165
Gráfico 3.3: Fluxos líquidos de capital aos países emergentes por região em US\$ milhões .....	167
Gráfico 3.4: Investimentos em carteira líquidos privados aos países emergentes por região em US\$ milhões .....	167
Gráfico 3.5: Fluxos de capitais privados líquidos, segundo grau de abertura da conta financeira em US\$ milhões .....	168
Gráfico 3.6: Fluxos de investimento direto líquido por região em US\$ milhões .....	168
Gráfico 3.7: Evolução da correlação com o Componente Global – LA5 Média entre os LA5 com o correspondente componente global .....	175
Gráfico 4.1: Participação dos produtos primários nas exportações (alguns países da América do Sul) – em %.....	255
Gráfico 4.2: Transações correntes (em US milhões de dólares).....	256
Gráfico 4.3: CCR: operações canalizadas, transferências antecipadas e divisas transferidas - em US\$ milhões.....	266
Gráfico 4.4: Operações canalizadas de CCR e importações intrarregionais - em US\$ milhões.....	267
Gráfico 4.5: Importações intrarregionais - em US\$ milhões.....	267
Gráfico 4.6: FLAR: crédito aprovado por modalidade creditícia período 1978-2012 – em US\$ milhões .....	269
Gráfico 4.7: FLAR: crédito aprovado por modalidade creditícia por países período 1979-2012 – em US\$ milhões .....	269
Gráfico 4.8: --- Créditos FLAR: países receptores – em US\$ milhões .....	270
Gráfico 4.9 - Créditos fornecidos pelo FMI para as duas maiores economias da América do Sul – período 2000/2012 – em US\$ milhões .....	272

Gráfico 4.10 - Créditos fornecidos pelo FMI para as demais economias da América do Sul – período 2000/2012 – em US\$ milhões .....	272
Gráfico 4.11: Exportações e Importações do SML com a Argentina em milhões de dólares (2008-2014) .....	275
Gráfico 4.12: Empréstimos Banco Mundial para países da América do Sul em bilhões de dólares.....	280
Gráfico 4.13 :Empréstimos do Banco Mundial – Países da América do Sul – países que receberam maiores aportes anuais – Em milhões de dólares .....	281
Gráfico 4.14: Empréstimos do Banco Mundial – Países da América do Sul – Países que receberam aportes anuais inferiores a US\$ 3.744,6 – primeiro grupo .....	281
Gráfico 4.15: Empréstimos do Banco Mundial – Países da América do Sul – Países que receberam aportes anuais inferiores a US\$ 3.744,6 – segundo grupo .....	282
Gráfico 4.16: Montante total de recursos do BNDES destinado a países da América do Sul em milhões de dólares. De 1998-2014 .....	282
Gráfico 4.17: Montante total de recursos liberados pela CAF destinado a países da América do Sul em milhões de dólares. De 2004-2012 .....	283
Gráfico 4.18: Montante total de recursos liberados pela BID destinado a países da América do Sul em milhões de dólares. De 2000-2012 .....	283
Gráfico 4.19: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Brasil em US\$ milhões .....	284
Gráfico 4.20: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para a Argentina em US\$ milhões .....	284
Gráfico 4.21: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para a Colômbia em US\$ milhões .....	284

Gráfico 4.22: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Peru em US\$ milhões .....	284
Gráfico 4.23: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Chile em US\$ milhões .....	285
Gráfico 4.24: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Equador em US\$ milhões .....	285
Gráfico 4.25: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para a Bolívia em US\$ milhões .....	285
Gráfico 4.26: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para a Venezuela em US\$ milhões .....	285
Gráfico 4.27: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para a Costa Rica em US\$ milhões .....	286
Gráfico 4.28: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Uruguai em US\$ milhões .....	286
Gráfico 4.29: Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Paraguai em US\$ milhões .....	286

#### **LISTA DE QUADROS**

Quadro 2.1: Indicadores de vulnerabilidade externa .....	103
Quadro 2.2 – BP Estoques – Componentes da Posição Internacional de Investimento – PII (ou inversamente, do Passivo Externo Líquido – PEL .....	112
Quadro 2.3: decomposição da conta financeira .....	132
Quadro 2.4: Cálculo da contribuição de cada subitem da conta financeira .....	132
Quadro 2.5: Resumo dos principais resultados relativos ao estudo das contribuições dos fluxos para a variância da Conta Financeira por período – 1994-1997 e 1998-2002 .....	143
Quadro 2.6: Resumo dos principais resultados relativos ao estudo das contribuições dos fluxos para a variância da Conta Financeira e do IVF-R por período – 2003-2007 e 2008-2012 .....	143

Quadro 2.7: Resumo dos principais resultados relativos ao estudo das contribuições dos fluxos para a variância da Conta Financeira por período: 1994-1997 e 1998-2002 .....	156
Quadro 2.8: Resumo dos principais resultados relativos ao estudo das contribuições dos fluxos para a variância da Conta Financeira e do IVF-R por período: 2003-2007 e 2008-2012 .....	157
Quadro 3.1: Resumo dos resultados da decomposição da variância do grupo um .....	198
Quadro 3.2: Resumo dos resultados da decomposição da variância do grupo dois ....	206
Quadro 4.1: Projetos financeiros regionais: EUA, Venezuela e Brasil .....	259
Quadro 4.2: Experiências de integração econômica na América do Sul .....	263
Quadro 4.3: Medidas adotadas no cone sul em direção de uma moeda única .....	290
Quadro 4.4: Importação + Exportação /PIB em % .....	295

#### LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 – Argentina: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	136
Tabela 2.2 – Brasil: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	138
Tabela 2.3 – Colômbia: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	139
Tabela 2.4 – Equador: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	141
Tabela 2.5 – Bolívia: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	146
Tabela 2.6 – Chile: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	148
Tabela 2.7 – Costa Rica: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	149

Tabela 2.8 – Paraguai: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	150
Tabela 2.9 – Peru: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	152
Tabela 2.10 – Uruguai: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	153
Tabela 2.11 – Venezuela: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais) .....	154
Tabela 3.1 – Crescimento do PIB em % .....	171
Tabela 3.2 – Resultados do estudo referente à relação entre choques no VIX, Federal Funds Rate e Taxa Treasury (dados trimestrais) .....	177
Tabela 3.3: Resumo dos testes de raiz unitária .....	190
Tabela 3.4: Descrição dos dados .....	219
Tabela 3.5: Testes de raiz unitária Argentina .....	220
Tabela 3.6: Testes de raiz unitária Brasil .....	221
Tabela 3.7: Testes de raiz unitária Chile .....	223
Tabela 3.8: Testes de raiz unitária Colômbia .....	224
Tabela 3.9: Testes de raiz unitária Uruguai .....	226
Tabela 3.10: Testes de raiz unitária Venezuela .....	227
Tabela 3.11: teste de cointegração Argentina .....	229
Tabela 3.12: testes de Cointegração Brasil .....	230
Tabela 3.13: testes de Cointegração Chile .....	231
Tabela 3.14: testes de Cointegração Colômbia .....	232
Tabela 3.15: testes de Cointegração Uruguai .....	233
Tabela 3.16: testes de Cointegração Venezuela .....	234
Tabela 3.17: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Argentina .....	234

Tabela 3.18: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Brasil .....	235
Tabela 3.19: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Chile .....	235
Tabela 3.20: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Colômbia .....	241
Tabela 3.21: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Uruguai .....	235
Tabela 3.22: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Venezuela .....	236
Tabela 3.23: Decomposição da variância Argentina .....	237
Tabela 3.24: Decomposição da Variância Brasil .....	238
Tabela 3.25: Decomposição da variância Chile .....	239
Tabela 3.26: Decomposição da variância Colômbia .....	241
Tabela 3.27: Decomposição da variância Uruguai .....	242
Tabela 3.28: Decomposição da variância Venezuela .....	243
Tabela 4.1: Empréstimos FLAR e FMI aos países membros do FLAR – período 1994-2012 – em US\$ milhões .....	271
Tabela 4.2: Ranking de países em relação ao PIB 2013 em US\$ milhões .....	287

#### LISTA DE FIGURAS

Figura 3.1: Função impulso resposta da Argentina .....	203
Figura 3.2: Função impulso resposta do Brasil .....	204
Figura 3.3: Função impulso resposta da Colômbia .....	205
Figura 3.4: Função impulso resposta Chile .....	210
Figura 3.5: Função impulso resposta Uruguai .....	211
Figura 3.6: Função impulso resposta Venezuela .....	212

## INTRODUÇÃO

Ao longo desta tese procurou-se analisar os principais determinantes da vulnerabilidade externa em países periféricos, com foco, especificamente, no caso dos países da América do Sul.

Parte-se do princípio que a condição subordinada a que estes países se encontram em relação ao mercado financeiro mundial não é recente, pelo contrário, trata-se de uma condição histórica que vem sendo mantida desde a colonização destes países por nações europeias, a qual apenas se modificou e ganhou dimensões mais complexas.

Esta tese procura demonstrar que há uma relação entre a vulnerabilidade externa dos países periféricos e as condições estruturais ligadas a estes países. Para tal, propomos um diálogo entre a escola do estruturalismo clássico e a vertente pós-keynesiana. Esta relação entre as duas escolas é possível, uma vez que existe uma preocupação de ambas em relação ao aumento da vulnerabilidade externa, no contexto de globalização financeira.

Com base no advento da teoria pós-keynesiana, também é possível argumentar que os países periféricos são mais vulneráveis a oscilações na preferência pela liquidez internacional do que os países centrais, uma vez que suas moedas, no cenário externo, têm baixa liquidez e, assim, apresentam uma posição inferior àquelas das economias centrais na hierarquia internacional.

O destaque da presente tese vai para o fato de que a fragilidade financeira dos países – e mais especialmente dos periféricos – ganhou novos contornos a partir do avanço do processo de globalização financeira que ganhou impulso na década de 1980. Este fato está relacionado ao avanço do processo de securitização articulado ainda à evolução das operações com derivativos e ao movimento de liberalização financeira. A expansão do endividamento via títulos de dívida direta, a abertura financeira e o avanço dos investidores institucionais engendraram uma nova dinâmica das finanças mundiais, integrando fortemente os mercados financeiros de diferentes países e subordinando-os à lógica da valorização dos capitais em busca de aplicações alternativas.

Este processo tornou possível a expatriação dos ativos e, mais importante ainda, das dívidas. Considerando-se ambientes em que os agentes têm impossibilidade de

prever o futuro, em que existe especulação e em que o financiamento não depende de poupança passada, ao tornar seus ativos disponíveis para agentes de um mercado financeiro internacional, isso transforma o agente devedor em uma moeda que não é a sua, refém do movimento de divisas e de negociação em uma dinâmica que apresenta, cada vez mais, um “viés de curto prazo” e que envolve elementos especulativos.

Um aspecto destacado nesta tese e que se torna relevante à medida que o processo de globalização financeira avança é o de que a hierarquia das moedas internacionais importa na tomada de decisão dos agentes detentores de capital, que irão disponibilizar recursos aos demandadores de financiamento ou a investimentos.

Em uma economia em que há generalização de trocas e os agentes são livres para tomarem suas decisões de gastos, endividamento e aplicações, a moeda está intrinsecamente relacionada a essas decisões, sendo socialmente aceita como estalão dos preços e como designadora dos contratos. A partir daí, o que se percebe é que as moedas de cada um dos países que transacionam entre si apresentam diferentes graus de aceitação, quanto ao seu papel de indexadora de contrato, de meio de pagamento e como lócus de reserva de valor. Nesse sentido, nem todas exercem o papel de dinheiro em âmbito internacional e, mesmo entre aquelas que o são, sua aceitação relativa é bastante heterogênea.

As moedas de alguns “países centrais”, por exemplo, são aceitas como meio de denominação de contratos em nível internacional, ainda que grande parte delas seja relativamente menos usadas como ativo de reservas de valor. No entanto, no outro extremo, estão as moedas dos “países periféricos”, que não são aceitas sequer como denominadoras de contrato. São consideradas “moedas inconvertíveis”, ou seja, não exercem nenhuma das funções de dinheiro em âmbito internacional.

Argumentamos que a “aceitação” destas moedas tem relação com os entraves históricos, ligados à estrutura produtiva dos países periféricos. Os determinantes históricos desta estrutura produtiva são analisados pela escola estruturalista. Procura-se discutir que a questão financeira aprofunda essa subordinação e o novo perfil dos mercados financeiros pós anos 1980 problematiza ainda mais a vulnerabilidade financeira dos países periféricos.

O caráter hierarquicamente inferior dessas moedas leva os detentores de capitais que direcionam recursos para aplicações financeiras para países periféricos a exigir um diferencial de rentabilidade para deter ativos denominados em moedas menos conversíveis. A novidade do perfil dos mercados financeiros pós anos 1980 que nos interessa destacar para os propósitos da tese é a de que parte importante dos recursos financeiros que transacionam intermercados refere-se a fluxos que podem reverter muito rapidamente e que operam observando a dinâmica conjuntural dos diferentes mercados. Neste sentido, nos momentos de instabilidade, os agentes buscam converter suas aplicações em ativos líquidos, aceitos amplamente. Na medida em que as moedas dos países centrais são consideradas um ativo mais líquido e seguro, a busca da segurança envolve o movimento de venda de ativos denominados em moedas periféricas – independentemente dos bons indicadores macroeconômicos que, eventualmente, os países periféricos envolvidos possam ter.

Neste contexto, um agente pode investir em um título de uma economia emergente, considerada mais arriscada, em troca de uma maior rentabilidade e a demanda é a de que haja facilidade de “fuga para a liquidez” nos momentos de instabilidade. Ou seja, o perfil de parte importante dos fluxos de capitais dirigidos a países periféricos é mais sujeito a esses movimentos. Em outras palavras, eles têm um forte componente especulativo, sendo fortemente voláteis.

Tendo em vista a característica dos fluxos de recursos dirigidos aos países através de compras e vendas de títulos de dívida direta por aplicadores em busca de alta rentabilidade, a vulnerabilidade para países que não têm moeda forte fica magnificada a partir do processo de securitização, articulado ao amplo movimento de abertura financeira que se observou nos países periféricos.

Considerando essa perspectiva, a hipótese central da tese é a de que países periféricos são mais susceptíveis a uma reversão abrupta de recursos em momentos de instabilidade no mercado financeiro internacional. Isto acontece devido a uma grande presença de fluxos com um “viés de curto prazo” entrando no país. Este perfil de fluxo tem como característica a rápida fuga para destinos mais “seguros” ou “líquidos” sempre que há um distúrbio no mercado financeiro internacional. Este fator se coloca como uma fonte importante de vulnerabilidade financeira, observada, sobretudo, em países periféricos. Os países periféricos, por possuírem moedas fracas dentro da

hierarquia das moedas, não conseguem se endividar em sua própria moeda, o que os torna ainda mais dependentes destes fluxos com viés de curto prazo e ainda mais expostos a movimentos no mercado financeiro internacional.

A tese se propõe a avançar na construção de instrumentos que possibilitem a análise da vulnerabilidade financeira de países periféricos, destacando em que medida esta vulnerabilidade se difere daquela observada em países centrais. Argumenta-se que países periféricos são expostos a um tipo específico de vulnerabilidade que não é observada em países centrais. Sua estrutura produtiva e sua moeda fraca os tornam mais susceptíveis à possibilidade de rápida reversão de recursos, deixando-os mais frágeis financeiramente, uma vez que estão mais expostos a choques do que as economias centrais.

Desta forma, considera-se que os mecanismos tradicionais para a análise e o controle da vulnerabilidade externa não são eficientes para identificar e controlar este tipo específico de vulnerabilidade presente em países periféricos. A tese propõe um estudo aprofundado da conta capital e financeira de um grupo de países sul-americanos e de seus passivos externos para melhor entender quais são os mecanismos que compõem a vulnerabilidade externa destes países. Considera-se que uma melhor compreensão dos mecanismos que compõem esta vulnerabilidade possibilita um controle maior deste problema, sendo possível tratá-lo de forma mais eficaz.

Argumenta-se ainda que existe um componente semelhante de vulnerabilidade externa ao qual todas as economias periféricas estão expostas, porém, seus determinantes são específicos de cada país, daí a necessidade de um estudo individual aprofundado do balanço de pagamentos para se fazer o diagnóstico da vulnerabilidade para, em seguida, tratá-la.

A tese está organizada em quatro capítulos, além desta introdução e uma conclusão final. No Capítulo 1, reconstrói-se o conceito de restrição externa a partir da abordagem estruturalista e articula-se o debate da subordinação financeira a essa questão, explicitando aí a perspectiva teórica da tese. No referido capítulo é feita a retomada da abordagem estruturalista, incorporando o debate cepalino desde os anos 1950. Também neste primeiro capítulo é apresentado o debate da especificidade dos países periféricos no que se refere à hierarquia das moedas e ao seu caráter subordinado aos ciclos financeiros, determinados pela lógica dos mercados financeiros dos países centrais.

A análise desenvolvida pela tese puxa principalmente a segunda questão indicada – a da subordinação financeira e do crescimento de sua complexidade ocorrido com o avanço da integração dos mercados financeiros. Ainda assim, a perspectiva é a de que a dimensão da subordinação financeira está articulada às especificidades da dinâmica e do perfil da estrutura produtiva dos países periféricos. Daí, temos que as duas dimensões indicadas acima estão correlacionadas, ainda que, geralmente, a questão da subordinação financeira tenha sido historicamente menos discutida e desenvolvida do que a primeira, no âmbito do debate estruturalista.

Avançando ainda no escopo do capítulo 1, outro aspecto importante aí apresentado refere-se à apresentação dos traços da globalização financeira que nos interessam – mostrar o avanço das operações com títulos de dívida direta e da lógica “curto prazista” e especulativa de grande parte desses capitais. Articula-se ainda essa discussão à questão de que a dinâmica dos juros e câmbio fica fortemente relacionada a fatores especulativos e que, para o caso dos países periféricos, a exigência de diferenciais de rentabilidade sobre os oferecidos pelos países centrais não é meramente uma cobrança por um “risco maior” – é um reflexo da hierarquia das moedas e da especulação com operações de arbitragem.

Isto posto, no capítulo 2 é desenvolvido o estudo do componente da vulnerabilidade financeira ligada à possibilidade de reversão abrupta de recursos com “viés de curto prazo”. Mostra-se que a vulnerabilidade externa geralmente é medida pelos indicadores síntese, ligados ao volume do endividamento externo do país sobre análise e à capacidade de pagamento da dívida. Argumenta-se que estes indicadores não capturam este componente da vulnerabilidade financeira que é específico de países periféricos, sendo necessário um estudo mais aprofundado da composição dos fluxos e passivos externos dos países para que este componente seja identificado.

Considerando-se esta necessidade, a tese propõe um estudo dos fluxos e estoques dos componentes mais especulativos da conta financeira do balanço de pagamentos de alguns países sul-americanos. O objetivo é identificar a “vulnerabilidade-reversão”, nome dado ao componente da vulnerabilidade específico a países periféricos.

O primeiro estudo refere-se à análise dos estoques dos passivos externos, propondo-se um indicador síntese de “vulnerabilidade financeira-reversão” (IVF-R). O

segundo estudo corresponde a uma análise dos subfluxos da conta financeira do balanço de pagamento. Este segundo estudo é importante para que se possa identificar qual é o foco da vulnerabilidade financeira e tem por objetivo identificar quais são os subfluxos que mais contribuem para a volatilidade da conta financeira. Argumenta-se que não existe um comportamento padrão entre os periféricos, daí a necessidade de um estudo mais aprofundado dos fluxos, uma vez que as fontes da vulnerabilidade são diversas e cada país possui um perfil específico. Não há, portanto, uma solução única para todos os países. O controle desta vulnerabilidade dá-se analisando caso por caso.

A partir dos resultados encontrados, é então realizado um terceiro estudo, proposto no capítulo 3, em que se verifica a relação entre o fluxo de curto prazo que influenciou fortemente a volatilidade da conta financeira de cada país (detectado no capítulo 2), uma variável que indique as mudanças dos “humores do mercado” (o índice VIX), o diferencial de juros (entre os dos EUA e do país estudado) e o câmbio. O objetivo deste estudo é demonstrar que o fluxo volátil é afetado por fatores externos ao país, que estão fora de seu controle. Assim, o capítulo 3 tem por objetivo produzir elementos que demonstrem que os países periféricos (que não têm moeda forte) e que apresentam forte abertura financeira são muito afetados por fatores que são determinados pela dinâmica especulativa dos mercados financeiros globais, estando mais expostos a choques nos mercados financeiros globais do que os países centrais.

O estudo aplicado do capítulo 3 utiliza a análise de séries temporais com os modelos de Vetores Autorregressivos (VAR), sendo analisados neste estudo seis países: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Uruguai e Venezuela, os quais foram divididos em dois grupos. No primeiro grupo estão Argentina, Brasil e Colômbia, países de maior porte e com estruturas financeiras mais complexas. O segundo grupo, por sua vez, é constituído por Chile, Uruguai e Venezuela, que teriam mercados financeiros domésticos menos desenvolvidos – ainda que se destaque a importância dos investidores institucionais, especialmente para o Chile.

Por fim, dado o diagnóstico deste novo “tipo” de vulnerabilidade apresentado nos três primeiros capítulos, cabe também questionar quais seriam as melhores formas de se combater esta vulnerabilidade. Segundo a vertente neoestruturalista, um dos caminhos para se amenizar a vulnerabilidade externa passa pela integração regional. Neste aspecto, no quarto capítulo, analisamos os caminhos recentes relativos aos instrumentos de integração financeira na América do Sul e até que ponto eles podem ser

eficientes no combate deste componente específico de vulnerabilidade externa. Para tal, voltamos ao debate que justifica a importância da integração financeira da região, retomando as discussões desenvolvidas pela Cepal desde os anos 1950, passando pelo regionalismo aberto e chegando aos argumentos do “novo regionalismo”. Assim, considerando o que foi desenvolvido nos capítulos anteriores, o ponto central deste último capítulo está em questionar os limites que a institucionalidade vinculada à integração financeira na América do Sul exerce sobre a questão da vulnerabilidade financeira.

## 1 PAÍSES PERIFÉRICOS E A “SUBORDINAÇÃO FINANCEIRA” – UMA DISCUSSÃO A PARTIR DA ABORDAGEM ESTRUTURALISTA

A discussão que apresentamos abaixo envolve indicar a perspectiva teórica da qual partimos para trabalhar com a especificidade de países periféricos. A temática que desenvolvemos ao longo da tese considera esta discussão, para analisar a fragilidade financeira de países periféricos, relacionada à dinâmica da conta financeira do balanço de pagamentos. É claro que esta discussão se encontra também casada com o debate das especificidades relacionadas ao perfil do balanço de transações correntes desses mesmos países. O ponto de partida de nossa análise a este respeito é a abordagem estruturalista, sendo que indicamos duas discussões importantes para este pano de fundo.

Primeiramente, temos o debate da especificidade dos países periféricos desenvolvido a partir da análise estruturalista proposta pela Comissão Econômica para a América Latina (Cepal), e a questão das “trocas desiguais”, que levam a uma restrição externa do balanço de pagamentos desses países. O segundo ponto seria o debate da especificidade dos países periféricos no que se refere à hierarquia das moedas e ao seu caráter subordinado aos ciclos financeiros, determinados pela lógica dos mercados financeiros dos países centrais.

A análise desenvolvida pela tese chama a atenção principalmente para a segunda questão indicada, mas é essencial perceber que a dimensão financeira está articulada às especificidades da dinâmica e do perfil da estrutura produtiva dos países periféricos. Daí que as duas dimensões indicadas acima estão correlacionadas, ainda que, geralmente, a questão da subordinação financeira tenha sido historicamente menos discutida e desenvolvida do que a primeira, no âmbito do debate estruturalista. Este capítulo tem então o intuito de traçar estas relações, que esclarecem e mapeiam as discussões que serão apresentadas nos demais capítulos da tese.

Outro aspecto importante apresentado neste capítulo engloba a evolução da globalização financeira pós anos 1960, mostrando o crescimento da dinâmica financeira e subordinação dos países periféricos e o nascimento desta nova “subordinação financeira”.

## 1.1 A inserção subordinada dos países periféricos e a dimensão do tempo histórico: a abordagem estruturalista

### 1.1.1 Subdesenvolvimento e abordagem do estruturalismo clássico

No caso da discussão da especificidade do perfil da balança comercial dos países periféricos, a literatura considerada parte da abordagem da Cepal, que é amplamente conhecida, sendo o propósito aqui apenas o de indicar os pontos de partida de nossa análise.

Um conceito importante, demarcador da análise desenvolvida pela Cepal, é a consideração de que a economia é uma ciência social aplicada. Por ser social, implica que a mesma não seja dotada de verdades universais, na medida em que é influenciada pelas relações entre os agentes. Ademais, outras duas questões cruciais se colocam: a de que o tempo histórico importa para a análise do comportamento dos agentes envolvidos nas decisões econômicas e para a definição do perfil das estruturas produtivas que se estabelecem; a de que elementos da esfera política influem na ação do Estado, sendo que ele causa impactos no ambiente institucional e no direcionamento das políticas adotadas.

A temática de fundo desta tese envolve a análise da especificidade da dinâmica de países periféricos – com foco nos da América do Sul – a partir de uma abordagem que considera essencial levar em conta a questão do tempo histórico e a questão da relação entre Estado e sociedade. Para além disso, uma abordagem que leva em conta a análise das especificidades dos países considerados, analisando-os em suas características estruturais.

A partir daí, no bojo da existência de diferentes formas de classificar as chamadas “escolas de pensamento”, o nosso objetivo aqui é o de indicar o fato de que nosso ponto de partida é a visão estruturalista do subdesenvolvimento, proposta pelos teóricos basilares da Cepal, articulando-se esta discussão com a perspectiva keynesiana, de sua análise da instabilidade endógena do sistema capitalista, do papel do Estado no direcionamento do crescimento.

A visão conhecida como ortodoxa ou *mainstream*<sup>1</sup> representa uma linha de pensamento segundo a qual os países subdesenvolvidos estariam em um estágio (ou etapa) de desenvolvimento anterior ao dos países desenvolvidos. Este tipo de abordagem argumenta que através da livre ação das forças do mercado países subdesenvolvidos alcançariam naturalmente o estágio desenvolvido, a não ser que elementos externos à livre movimentação dos fatores de produção se fizessem presentes. Ou seja, está prevista a convergência econômica entre países de níveis diferentes de desenvolvimento, pelo movimento das forças do mercado, ou seja, esta abordagem parte do individualismo metodológico.

Contraopondo-se a esta linha de argumento estão os teóricos ligados à perspectiva estruturalista, partindo da abordagem proposta pela Cepal. Estes autores indicam que os países subdesenvolvidos são um grupo que deve ser estudado em particular, considerando suas especificidades, já que suas características constitutivas são determinantes da condição de subdesenvolvimento e esta interpretação diverge das análises etapistas de desenvolvimento econômico. Ademais, está explícito que a análise das relações socioeconômicas está necessariamente imbricada na análise, (BLANKENBURG, PALMA & TREGENNA, 2008), sendo esta outra fonte de divergência com a ortodoxia, na medida em que a Cepal considera que as relações políticas, culturais e históricas influenciam no comportamento dos agentes, enquanto que o primeiro grupo restringe o comportamento humano à busca do bem-estar, considerando um sistema de mercado estático e a-histórico (STREET & JAMES, 1982; MISSIO, JAYME JR. & OREIRO, 2015).

Nesta tese, adotamos a segunda perspectiva, sendo que ela se apresenta, tanto quando discutimos as características da estrutura produtiva e da balança comercial, quanto quando analisamos a questão da subordinação financeira.

No contexto dessa discussão, cabe retomar, a partir da abordagem cepalina, quais são os traços específicos destas economias que fazem com que elas apresentem restrições que impedem que estas aproveitem plenamente de suas “vantagens comparativas” e da livre movimentação de bens e serviços para seguirem na senda do desenvolvimento.

---

<sup>1</sup> Estamos considerando esta classificação em nossa tese por tê-la como essencial aos argumentos que serão desenvolvidos. Seguimos aqui a classificação indicada por Mollo (2014).

Para tanto, temos que, inicialmente, nos remeter aos determinantes históricos do processo de desenvolvimento e industrialização destes países, que está implicitamente considerado na abordagem que parte da Cepal na definição dos limites estruturais ao desenvolvimento.

O pensamento sobre desenvolvimento econômico da Cepal nasce de uma tentativa de compreensão do fenômeno do subdesenvolvimento, comum aos países latino-americanos, com base em uma interpretação que parte da indicação de existência de especificidades estruturais destes países. Pode-se, inclusive, considerar que a “teoria do desenvolvimento” elaborada pela Cepal é uma versão regional da análise do desenvolvimento econômico em países periféricos (BIELCHOWSKY, 2000).

Para os autores cepalinos, o desenvolvimento das condições da periferia latino-americana não seria uma “etapa” do processo universal, mas um processo inédito, cujos desdobramentos históricos seriam singulares à especificidade de suas experiências, cabendo esperar sequências e resultados distintos aos que ocorreram no desenvolvimento do “Centro”.

Ao analisar a especificidade do desenvolvimento da América Latina, a Cepal indica a existência de entraves estruturais e propõe a importância crucial do papel do Estado para superar os indicados entraves. Neste sentido, a liberdade de mercado não tem a capacidade de levar ao desenvolvimento. Estas breves indicações já nos indicam três questões importantes para a análise cepalina:

- (i) A explicitação dos elementos que definem a especificidade dos países periféricos, mostrando que a análise do desenvolvimento não pode ser vista de uma forma linear e etapista;
- (ii) O fato de que o passado colonial e o momento histórico do processo de industrialização importam, para a definição de entraves estruturais ao desenvolvimento;
- (iii) O fato de que o papel do Estado é fundamental para o avanço, especialmente considerando-se que há um processo de “trocadas desiguais” em âmbito internacional.

Dentre os grandes pensadores ligados à Cepal, que contribuíram para discussões relativas às especificidades da América do Sul, destacamos os dois teóricos considerados centrais, para a construção desse pensamento: Raul Prebisch (1950, 1962,

1981, 2000) e Celso Furtado (1964, 1978, 1980, 2000). Ambos deram grandes contribuições para a criação da escola estruturalista latino-americana e definiram seus marcos conceituais.

Um ponto fundamental a ser destacado – e que é o pano de fundo para análises da dinâmica socioeconômica de países da América do Sul – é o de que esta só pode ser entendida a partir de uma análise estrutural em que a natureza da constituição histórica do capitalismo nestes países importa. Neste sentido, a análise estrutural apresenta uma visão sistêmica e global da estrutura econômica e da sociedade, que envolve a análise histórica e de comportamento dos agentes, divergindo do individualismo metodológico indicado pela corrente ortodoxa (DI FILIPPO, 2009).

### **1.1.1 Trocas desiguais, dinâmica do setor industrial, produtividade e desequilíbrio externo**

Em primeiro lugar, partimos do “estruturalismo de Prebisch”, que é construído a partir de quatro fundamentos principais (RODRIGUEZ, 2009): (i) o da concepção do sistema centro-periferia; (ii) o da teoria da deterioração dos termos de troca; (iii) o da análise da industrialização periférica e, por último, (iv) o do enfoque da inflação.

A este respeito, os aspectos que retomamos referem-se essencialmente aos itens i, ii e iii, que articulam mais especificamente a questão da restrição externa<sup>2</sup>. Em segundo lugar, incorporamos a análise de Furtado, que ampliou consideravelmente as concepções iniciais das relações centro-periferia, da deterioração dos termos de intercâmbio e da análise dos desequilíbrios estruturais. Sua discussão é fundamental para o nosso estudo, pois, a partir dessas discussões, indica-se que o subdesenvolvimento é resultado do processo histórico de conformação dessas

---

<sup>2</sup> O item (iv) será tratado de maneira secundária, uma vez que a análise que pretendemos fazer está mais ligada a como as condições produtivas afetam a estrutura do balanço de pagamentos dos países e como isto cria condições para o desenvolvimento de um tipo específico de vulnerabilidade, o qual será exposto mais adiante. Naturalmente, as altas taxas de inflação associadas a estes países também são um dos aspectos relevantes da condição de subdesenvolvimento, principalmente considerando-se que a maioria destes países adota uma política monetária que tem como objetivo principal o controle de preços. Evidentemente, é uma discussão relevante, entretanto, será tratada aqui como uma consequência da condição histórica de periferia.

economias e da forma específica de como se deu a inserção desses países no próprio avanço da industrialização (CANO, 2007, p. 310)<sup>3</sup>.

Segundo sua concepção original, construída por Furtado e Prebisch, a relação *Centro X Periferia* está na base da discussão, definindo-se as diferenças estruturais entre ambos os grupos e enfatizando-se que esta relação se constitui historicamente, sendo que o avanço da industrialização, a partir dos países centrais, instituiu uma propagação do progresso técnico e de suas benesses de forma desigual na economia mundial e define processos de desenvolvimento desiguais.

O “Centro” seria, assim, identificado como as economias onde as técnicas capitalistas de produção penetram historicamente primeiro e a periferia, em contrapartida, é constituída por economias cujo avanço da industrialização ocorreu posteriormente, sendo que a dinâmica produtiva apresentou um “atraso”, do ponto de vista tecnológico e organizacional.

No caso específico da América Latina, a análise do processo histórico do desenvolvimento econômico desses países realizada, tanto por Prebisch quanto por Furtado, mostra que novas técnicas de produção advindas do avanço da produção industrial em nível internacional só foram implantadas inicialmente nos setores exportadores de produtos primários e em algumas atividades econômicas diretamente relacionadas com a exportação, as quais passam a coexistir com setores atrasados, no que toca à penetração das novas técnicas.

Uma das características essenciais da dinâmica de evolução do desenvolvimento das economias periféricas da América Latina é o fato de que este avanço deu-se inicialmente puxado pela exportação de produtos primários, numa dinâmica de “desenvolvimento para fora”, num momento em que os países centrais já apresentam um avanço de seu processo de industrialização, sendo exportadores de produtos manufaturados.

---

<sup>3</sup> Cardoso de Mello (o capitalismo tardio) retoma a discussão estruturalista da Cepal, observando que a mesma não se utiliza do conceito referente à análise da implementação do sistema de produção capitalista nesses países. A Cepal indica uma periodicidade de análise na qual se observa uma fase de “desenvolvimento para fora”, seguida de uma fase de “desenvolvimento para dentro”. Note-se que a Cepal também não faz uma análise que incorpore a especificidade da passagem da mão de obra escrava para a assalariada em sua periodização.

A perspectiva da análise é a de que esta situação observada não é resultado do fato de que estes países estariam apenas em uma fase mais atrasada do processo de desenvolvimento. A indicação distintiva da perspectiva construída pela Cepal na década de 1950 é a de que este resultado é consequência de uma dupla determinação: (i) do fato de que esta dinâmica histórica distinta provoca um processo diferenciado de inserção internacional, indicando a existência de trocas desiguais, que acabam por aprofundar as diferentes dinâmicas; (ii) do fato de que a industrialização inicial desses países é incipiente, sendo que eles estarão se industrializando, num momento em que os países centrais já avançaram no desenvolvimento industrial.

Desta forma, percebe-se que, nesta dinâmica, de um lado, estão os “países centrais”, especializados na exportação de produtos manufaturados, com alto valor agregado, alta produtividade e com fortes barreiras à entrada, sendo que estes países chegaram a esta situação num momento histórico anterior. Os “países periféricos”, especializados na exportação de produtos primários de baixo valor agregado, baixa produtividade e com barreiras à entrada inexistentes, conformam o outro grupo, que se industrializou posteriormente e que enfrenta a “vantagem comparativa” dos países centrais, que é a de serem precursores da produção industrial e da exportação desses produtos.

Nesta “troca desigual”, a dinâmica da produção dos países periféricos fica subordinada à lógica da produção dos países centrais, na medida em que a própria expansão da economia periférica acaba aumentando a dependência dela com a dos países centrais, pois cresce a demanda por importação de produtos manufaturados quando o país cresce. Esta questão nos remete à restrição externa clássica levantada pela Cepal, desde o início de sua abordagem que trata da especificidade da relação *Centro X Periferia*.

De acordo com este método de análise, o subdesenvolvimento é visto como uma condição específica de certas economias que, como tal, merecem um esforço de teorização também específico. A forma como a periferia se insere na economia internacional e as assimetrias que se apresentam internamente (tecnológica, social, política) induzem à persistência daquela condição com o passar do tempo. Mudar essa relação exige um conjunto de decisões e apoios políticos que conduzam e implantem as condições que permitam o avanço do país na redução de suas assimetrias, para permitir

o avanço em direção ao desenvolvimento, tratado inicialmente pela Cepal, essencialmente, em sua vertente econômica e de crescimento.

O ponto central do debate que se instaura historicamente na década de 1950 é o de que a industrialização é fundamental para “superar” o subdesenvolvimento, sendo que a ação do Estado é central a esta superação, na medida em que o atraso é estrutural.

A análise do atraso estrutural mostra que a dinâmica do processo que leva à industrialização dos países da América Latina se apresenta de forma específica. Historicamente, mostra-se que, enquanto os países centrais avançavam em seu processo de industrialização, a estrutura produtiva da periferia adquiria dois traços fundamentais. Primeiramente, a periferia torna-se *especializada* ou *unilateralmente desenvolvida*. Ou seja, uma parte substancial de seus recursos produtivos é destinada à ampliação do setor exportador de produtos primários, enquanto a demanda por bens e serviços é satisfeita por meio das importações. Em segundo lugar, essa especialização define uma relação de subordinação na troca internacional, na medida em que se estabelece uma *divisão internacional do trabalho*, na qual à periferia cabe produzir e exportar matérias-primas e alimentos, enquanto ao centro cabe a função de produzir e exportar bens industriais, com maior valor agregado e que apresentam barreiras tecnológicas e produtivas para a sua produção.

Como podemos perceber, a especialização resultante dos diferentes momentos históricos em que o processo de industrialização avança mundialmente é o ponto de partida para a análise das diferenças e características estruturais dos dois grupos de países (periféricos e centrais). Quando a produção se centra em produtos de exportação primária, observa-se um forte descompasso da produção doméstica de manufaturas. A industrialização avança “naturalmente” apenas para setores tecnologicamente simples, sendo que pode também avançar lentamente para a produção de bens de consumo intermediários. O que se observa, desde logo, é o fato de que a periferia padece de uma desvantagem quanto à geração e incorporação de progresso técnico. Apenas alguns poucos setores conseguem se engajar e incorporar os avanços tecnológicos já reinantes.

A propagação do progresso técnico se dá de forma diferente quando comparamos o “Centro” e a “Periferia”. No caso dos países centrais, que primeiro se industrializaram, o progresso tecnológico se propagou rapidamente. Na verdade, a pressão dos sindicatos por elevações nos salários também influenciaram nesta

propagação de técnicas poupadoras de mão de obra. Neste sentido é que o aumento da intensidade do capital e o paralelo aumento da produtividade permitiram o aumento das remunerações nestes países (RODRIGUEZ, 2009).

Segundo Celso Furtado (1978), devido a esta especialização, a periferia cria um padrão de “dependência tecnológica” em relação ao centro. Ou seja, mesmo após o movimento de início do processo de industrialização destes países, ainda há uma necessidade de se utilizar técnicas geradas nos centros, além de haver uma imitação da pauta de consumo deles mesmos. Estas técnicas são adequadas à realidade dos centros, ou seja, têm alta densidade de capital e utilizam pouca mão de obra, o que gera um prejuízo em relação ao ritmo de emprego produtivo associado à acumulação de capital.

Nestes termos, a questão da dominância das técnicas produtivas e do capital necessário ao avanço tecnológico pelos países do centro gera a dominância em sua exportação de produtos manufaturados. Em contrapartida, na periferia, a dinâmica primário-exportadora é a que lidera o setor exportador, indicando a existência de uma “troca desigual”.

Neste ponto, é importante comentar que Prebisch avança nesta concepção, destacando que a diferente inserção entre a economia periférica (agrário-exportadora) e a economia central (industrializada) se expressa também em diferenças nas elasticidades de comércio destas economias, o que provoca graus distintos de restrição externa ao crescimento das economias<sup>4</sup>. Esta conclusão está vinculada à discussão conhecida como tese de Prebisch-Singer [Prebisch (1950), Singer (1950)] segundo a qual a divisão do mundo entre uma periferia agrário-exportadora e economias centrais industrializadas implica um padrão de especialização internacional que resulta em uma deterioração dos termos de troca da periferia.

A deterioração implica que a periferia, além de não absorver os ganhos do comércio internacional, ainda transfere parte de seus ganhos para os países centrais, portanto, o diferencial de renda cresce além do diferencial de produtividade. Ou seja, há uma transferência de renda dos países da periferia para os países do centro. Esta tese, como se percebe, contrapõe-se diretamente à teoria ricardiana das vantagens

---

<sup>4</sup> Um dos pontos importantes dessa nova colocação da problemática é a de que a análise das elasticidades nos permitirá uma visualização mais contemporânea do debate da restrição externa, conforme veremos mais adiante.

comparativas, segundo a qual os ganhos do comércio internacional seriam distribuídos de maneira homogênea, caso os países se especializassem em suas vantagens comparativas e as forças do mercado pudessem atuar de maneira livre.

Conforme comentamos anteriormente, a solução proposta por Prebisch e pelos estudiosos da Cepal<sup>5</sup> para romper com o estado de subdesenvolvimento e com a dinâmica centro-periferia, seria a industrialização dos países da América Latina através do processo de industrialização por substituição de importações (ISI). Vale lembrar que, neste ponto, o papel do Estado é considerado fundamental para induzir este movimento.

Em termos de periodização histórica e partindo da argumentação da Cepal, após o período de “desenvolvimento para fora”, estabelece-se a chamada fase de “desenvolvimento para dentro”, em que avança o processo de industrialização por substituição de importação. A transição de um modelo primário-exportador “para fora” em direção a um novo padrão de desenvolvimento “para dentro” teria começado a partir da Primeira Guerra Mundial, ganhando impulso decisivo durante a Grande Depressão dos anos 1930, quando as exportações da periferia caíram dramaticamente. A exaustão deste modelo voltado “para fora” estava provocando uma industrialização espontânea, dinamizada por problemas de desequilíbrio no balanço de pagamentos. A sua vigência do processo de ISI se prolongou desde a crise de 1929 até o final da década de 1970, quando ocorreram os choques do petróleo e o aumento da taxa de juros nos Estados Unidos<sup>6</sup>.

No entanto, a percepção é a de que, mesmo após o avanço deste processo, persistiu a dinâmica desigual e a “heterogeneidade estrutural”. De fato, Furtado sustenta que um dos traços marcantes da industrialização periférica está na apropriação do excedente da produção por certo grupo, que o utiliza para ampliar sua própria esfera de ação, sem encontrar nenhuma resistência por parte dos trabalhadores que não conseguem se organizar em sindicatos. Na verdade, ao longo do tempo, mesmo Celso Furtado se tornou pessimista com a possibilidade de que industrialização, sozinha, fosse capaz de superar a heterogeneidade existente nos países da América Latina. Nestes termos, mesmo com a industrialização, o subdesenvolvimento se manteria.

---

<sup>5</sup>Ver Tavares, 1969; Cepal, 1956 e 2000; Prebisch, 1948, 1952, 1964 e 1965.

<sup>6</sup> Verificam-se as seguintes fases neste processo: o nascimento da indústria em paralelo ao setor dinâmico agroexportador; o processo de substituição de importações, fundamentalmente dos bens de consumo não duráveis; o crescimento industrial, prosperidade econômica e a consolidação da indústria leve de consumo.

Isto gera uma rediscussão do papel da industrialização para a superação do subdesenvolvimento. Este debate avançou e configurou o chamado neoestruturalismo<sup>7</sup>, sendo que esta discussão destaca, especialmente, a existência de uma heterogeneidade estrutural, que permanece mesmo após o avanço do processo de industrialização em alguns países.

Conforme observamos antes, a análise da Cepal indica que a industrialização da periferia recoloca a existência, de um lado, de setores modernos e de alta produtividade e, de outro, de setores atrasados tecnologicamente e de baixa produtividade. Ou seja, há uma heterogeneidade em termos da estrutura produtiva. Esta heterogeneidade, de outra parte, também apresenta sua contra face no mercado de trabalho, na medida em que diferentes níveis de produtividade intersetoriais provocam a existência de rendimentos muito distintos entre os trabalhadores. A questão da superação de pobreza estaria, em parte, relacionada ao fato de que grande parte dos trabalhadores está ocupada em atividades de produtividade muito baixa, gerando baixos rendimentos. Nesta concepção, a heterogeneidade estrutural é a base da desigualdade de produtividade e de renda que caracterizam o funcionamento do mercado de trabalho nos países periféricos. A desigualdade social estaria assim relacionada à questão da heterogeneidade:

Deste modo, a heterogeneidade estrutural contribui para explicar a profunda desigualdade social da região, já que os hiatos de produtividade refletem e, muitas vezes, reforçam os hiatos de capacidades, incorporação de progresso técnico, poder de negociação, de acesso a redes de proteção social e oportunidades de mobilidade ocupacional ascendente ao longo da vida laboral (SQUEFF, G. C. & ODDO, M., 2015, p. 24)<sup>8</sup>.

De outra parte, o grande diferencial de salários e o fato de que grande parte da população ocupada está em empregos de baixa produtividade, leva à existência de forte concentração de renda e daí estabelece-se também uma forte heterogeneidade social (CEPAL-IPEA, 2015).

Também deriva da dependência tecnológica a permanência do desequilíbrio externo. De fato, mesmo quando a industrialização avança pela condução do Estado, devido à baixa incorporação de progresso técnico, este padrão gera um aumento

---

<sup>7</sup> Para o resumo desta discussão, veja Missio, Jayme Jr. & Oreiro (2014).

<sup>8</sup> Os propósitos de nossa tese não envolvem estudar a questão da heterogeneidade do trabalho e nem a heterogeneidade social e suas causas. Aqui estamos apenas apontando quais são as indicações basilares da Cepal a este respeito e que foram recentemente retomadas no documento "Por um desenvolvimento inclusivo: o caso do Brasil", publicado pela Cepal em conjunto com o IPEA em 2015 (INFANTE, R.; MUSSI, C.; NOGUEIRA, M. O.).

considerável da demanda por importações e a dinâmica de crescimento delas tende a superar a dinâmica de crescimento das exportações.

Assim, tanto como resultado da diferenciação dos ganhos quanto do obstáculo externo, surgem restrições à capacidade de crescimento da economia e ao dinamismo da acumulação. Este duplo comprometimento restringe a margem de possibilidades de se alterar, de forma significativa, as estruturas básicas das economias periféricas cujo atraso tende a perpetuar, a menos que haja uma ação explícita do Estado para superar parte das assimetrias encontradas.

O fato concreto é o de que, após a industrialização dos países no século XX, a condição de periferia não foi superada, seja no tocante à geração e à difusão de tecnologia, ou passando pela distribuição da renda.

Fajnzylber (1983, 2000), analisando a persistência de fortes assimetrias nos países da América do Sul, mesmo após o avanço do processo de industrialização em alguns países da região, enfatizou a análise de que o traço central do subdesenvolvimento da América Latina é a sua incorporação insuficiente do progresso técnico. Para este autor, o desenvolvimento da indústria de bens de capitais seria um importante canal para a incorporação do progresso técnico. Este setor deveria ser o núcleo central de determinação do crescimento e da competitividade das economias.

Jayme Jr. e Resende (2009) destacam, no entanto, que Fajnzylber, apesar de fazer uma grande contribuição ao debate, não trata os motivos para o diferencial de competitividade que haveria entre a economia especializada em bens intensivos em tecnologia e a economia especializada em bens com baixa intensidade tecnológica, além de não explicar as razões pelas quais ações tecnológicas aumentam a competitividade de uma economia e por que elas estimulam as exportações e inibem o coeficiente de importação.

Estes autores propõem a existência, nos países da periferia, de crescimento restringido pelo equilíbrio do balanço de pagamentos e reafirmam a importância de se estimular o desenvolvimento do setor industrial como forma de relaxar a restrição externa ao seu crescimento, a partir de uma política industrial explícita.

Os neoestruturalistas<sup>9</sup> reconhecem o avanço da industrialização, especialmente em alguns países da periferia latino-americana, como o Brasil. O problema para eles é o de que a heterogeneidade estrutural permanece e se manifesta intrasetorialmente. Ou seja, manifesta-se uma dualidade no interior do próprio setor industrial. De um lado, a presença de setores trabalhando com alta intensidade tecnológica e, de outro, segmentos que trabalham com baixa intensidade tecnológica.

Para eles, a industrialização não é condição suficiente para o desenvolvimento. Seria necessário priorizar a produção de bens de alta intensidade tecnológica. A questão da busca de competitividade seria essencial para se obter uma melhor inserção externa, vinculada aos segmentos de maior intensidade tecnológica.

Ao longo desta seção, vimos que a condição de periferia dos países da América do Sul criam traços específicos e estruturais destas economias que não são facilmente superados. A Cepal propõe que a maneira como os países se relacionam está baseada em relações assimétricas que tendem a constantemente reforçar a posição de subdesenvolvimento dos países da América do Sul. Estes países são constantemente forçados a manter estruturas produtivas dependentes daquelas dos países desenvolvidos. A seção a seguir é uma extensão deste ponto, incorporando a discussão do perfil específico da dinâmica financeira do balanço de pagamentos de países periféricos, envolvendo a discussão de subordinação financeira.

Nas próximas seções argumenta-se que a fragilidade financeira dos países ganhou novos contornos, principalmente através do avanço do processo de globalização financeira, impulsionado a partir da década de 1980, período durante o qual se tornou comum a emissão de títulos financeiros, seja por agentes individuais, governos ou firmas como fonte de financiamento ou para honrar dívidas. Considerando-se ambientes em que os agentes têm impossibilidade de prever o futuro, em que existe especulação e em que o financiamento não depende de poupança passada, ao tornar seus ativos disponíveis para agentes de um mercado financeiro internacional, através da abertura comercial e financeira dos mercados, isso torna um indivíduo, empresa ou governo refém de movimento de especulação entre agentes.

---

<sup>9</sup> Podemos citar como representantes do neoestruturalismo: F. Fajnzylber, French-Davis, N. Lusting, J. Ros e L. Taylor. Para mais detalhes, veja Missio e Jayme Jr. (2012).

Outro aspecto que se torna relevante ao longo do avanço da globalização financeira é a evidente hierarquia entre as moedas internacionais. A questão central levantada nesta tese é a de que, em uma economia em que há generalização de trocas, e em que os agentes são livres para tomarem suas decisões, a moeda está intrinsecamente relacionada às decisões, sendo socialmente aceita como medida dos preços e como designadora dos contratos. A partir daí, o que se percebe é que as moedas de cada um dos países que transacionam entre si apresentam diferentes graus de aceitação, quanto ao seu papel de indexador de contrato, de meio de pagamento e como lócus de reserva de valor. É válido ressaltar que nem todas as moedas são usadas em âmbito internacional e, mesmo entre aquelas que o são, sua importância relativa é bastante heterogênea.

As moedas dos “países centrais” são aceitas como meio de denominação de contratos em nível internacional, ainda que sejam relativamente menos usadas como ativo de reservas de valor. No entanto, no outro extremo, estão as moedas dos “países periféricos”, que não são aceitas como denominadoras de contrato e muito menos como reservas de valor. Na medida em que as moedas dos países centrais são consideradas um ativo mais líquido e seguro, nos momentos de instabilidade, os agentes buscam converter seus ativos para as denominadas moedas fortes, independentemente dos bons indicadores macroeconômicos que, eventualmente, os países periféricos possam ter.

Como sabido, esta tese foca sua análise nos países sul-americanos. Nesta esteira, o ponto que procuramos destacar é o de que o avanço do processo de globalização faz parte de um movimento de subordinação histórico dos países periféricos sul-americanos aos países centrais. Os países periféricos, mais especificamente os sul-americanos, devido a fatores estruturais, são colocados em uma posição subordinada no mercado. Estes países não apenas são dependentes comercialmente dos países do centro, mas, também, financeiramente. A abertura comercial e financeira piora esta condição ao impor a estes países a presença de moedas mais fortes que podem ser comercializadas em suas economias. A presença de moedas fortes configura um tipo específico de vulnerabilidade apenas observada em países que têm moedas fracas. Neste sentido, é necessário um esforço de teorização para a construção de um novo conceito de vulnerabilidade, específico a países que possuem moedas fracas.

## 1.2 Subordinação Financeira dos países periféricos: hierarquia das moedas e ciclos reflexos

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

Isto conforma o que consideramos “subordinação financeira”, foco mais específico de nosso estudo. O intuito da discussão é o de indicar que esta subordinação também é estrutural. Parte-se da compreensão de que as moedas nacionais dos países apresentam diferentes usos e *status*<sup>10</sup> na economia mundial. Estas diferentes hierarquias provocam padrões diferentes na demanda por estas moedas, impactando em diferentes padrões de fluxos de capitais dirigidos a estes países (DE CONTI, PRATES & PLIHON, 2014). Ademais, a dinâmica das taxas de juros e de câmbio desses países está atrelada a esta mesma problemática.

Para esta discussão, utilizamos os autores de filiação keynesiana para abordar outra especificidade dos países periféricos, no que diz respeito à sua moeda. Considerando-se ambientes em que os agentes têm impossibilidade de prever o futuro, em que existe especulação e o financiamento não depende de poupança passada. Passamos por três discussões: (i) a do conceito de moeda, que torna possível a definição de hierarquia das moedas; (ii) a da evolução dos mercados financeiros pós anos 1960, que viabiliza a possível a compreensão da complexidade dos mercados financeiros na atualidade; (iii) a da exigência de variações de rentabilidade cobrada sobre os financiamentos dirigidos a devedores periféricos nos diferentes momentos dos ciclos financeiros.

---

<sup>10</sup> De Conti, Prates & Plihon (2014) utilizam esta concepção de “diferentes usos e *status*”.

### 1.2.1 Conceito de moeda e a impossibilidade da separação do “lado Real” do “monetário”

Conforme comentado anteriormente, a discussão sobre a especificidade dos países periféricos quanto à sua posição financeira nas relações econômicas internacionais pressupõe a indicação do conceito de moeda adotado, que é compatível com as proposições de Keynes<sup>11</sup>. A questão central é a de que, em uma economia em que há generalização de trocas, e os agentes são livres para tomarem suas decisões, a moeda está intrinsecamente relacionada às decisões, sendo socialmente aceita como medida dos preços e como designadora dos contratos<sup>12</sup>. Na medida em que ela é socialmente aceita, coloca-se como a liquidez por excelência, podendo ser trocada por qualquer ativo e é considerada como a própria riqueza. Ela serve como “reserva de valor” e é demandada por si própria.

Mais do que isto, em uma economia capitalista em que avança a função de crédito, este último se efetiva em grande parte através de bancos que criam moeda contábil (CHICK, 1994)<sup>13</sup>, sendo que também pode ser efetivado através do lançamento de títulos de dívida direta em mercado de capitais.

Para além dessas características básicas, próprias a uma economia capitalista, também é importante indicar que Keynes desenvolve seus conceitos a partir de um momento do avanço do sistema, em que já se apresenta um mercado de capitais no qual a dinâmica especulativa também é intrínseca. Nestes termos, a moeda é demandada, por motivos que vão além de sua função de articuladora das trocas, podendo ser demandada por “motivo transação” (desdobrado em motivo renda e negócios), mas também por sua função de reserva de valor, envolvendo o motivo precaução e, especialmente, o motivo especulação (KEYNES, 1936).

---

<sup>11</sup> Estamos tratando aqui da questão de compatibilidade porque consideramos que a discussão de Keynes a respeito do conceito de moeda é também compatível com a discussão proposta por Marx (MOLLO, 1988). Em termos de temporalidade, Marx constrói o conceito de moeda enquanto um ativo demandado por si mesmo e servindo como reserva de valor, antes de Keynes. No entanto, para o escopo dessa tese, nossa direção teórica se utilizará mais especificamente da abordagem que parte de Keynes em seus escritos originais e de autores pós-keynesianos, em especial, Minsky.

<sup>12</sup> Estamos tratando de uma Economia Monetária da Produção, que foi explicitada por Keynes. Para esta discussão, veja, por exemplo, Keynes (1936).

<sup>13</sup> Nos trabalhos de Keynes está implicitamente considerada esta questão. Chick (1994) define esta fase do desenvolvimento do sistema bancário como o “estágio 2”. Nele, há uma mudança importante e o dinheiro bancário passa a ser aceito de forma mais ampla. Os recursos emprestados pelos bancos retornam na forma de depósitos, aceitos como meios de pagamentos.

É importante destacar que o próprio Keynes, em escritos posteriores à Teoria Geral (1937a e 1937b), explicita sua divergência com Hicks e Hansen, que buscaram transformar a sua teoria em um caso particular do chamado “modelo clássico”, que separa os lados real e monetário, como também de Ohlin. Ademais, temos: (i) a precedência do investimento sobre a poupança e o fato de que estas se igualam pelos impactos de renda; (ii) o papel da criação de moeda contábil pelo sistema bancário no crescimento econômico e o fato de que o avanço do crédito depende da renda esperada e não da magnitude dos depósitos efetuados *ex ante*. É aí também que se explicita a chamada demanda de liquidez sobre o “motivo *finance*” para investimento, que diz respeito à demanda de recursos para financiar o investimento e que se coloca como um “motivo adicional”, não explicitado na *Teoria Geral*, de 1936.

Esta concepção específica de moeda é fundamental para a construção da abordagem da hierarquia das moedas e da subordinação financeira estrutural envolvida na dinâmica dos países periféricos, que é o pano de fundo da abordagem utilizada pela tese. A discussão de subordinação financeira, de outro lado, se aprofunda a partir do avanço da internacionalização das finanças e do crescimento de operações de aplicações financeiras altamente flexíveis, fato ligado às inovações financeiras que ocorrem a partir da década de 1970. Entender a dinâmica subordinada e vulnerável dos países periféricos à luz das modificações dos mercados financeiros é o próximo ponto que abordaremos.

### **1.2.2 Evolução da globalização financeira pós anos 1960: internacionalização e crescimento da flexibilidade dos movimentos internacionais de capitais**

Uma das especificidades centrais da dinâmica atual dos mercados financeiros refere-se ao fato de que a instabilidade do sistema monetário internacional tornou-se mais elevada após o colapso de Bretton Woods. A partir de então a lógica especulativa está mais magnificada, especialmente após o avanço do processo de securitização e dos mercados de derivativos.

A incerteza tende a se tornar estruturalmente mais elevada e volátil, tanto em função da instabilidade do sistema monetário internacional após o colapso de Bretton Woods, como da lógica especulativa predominante nas finanças globalizadas.

Por um lado, o dólar passou a desempenhar o papel de moeda financeira de origem pública e denominador comum da riqueza financeira mundial (TAVARES e

MELIN, 1997), sendo que o dólar se mantém no topo da hierarquia das moedas e os títulos de dívida lançados por seu governo tornam-se um refúgio seguro para os aplicadores. É para eles que os agentes se movem para garantir a preferência pela liquidez nos momentos de instabilidade, deixando rapidamente os ativos e moedas menos líquidos. É a partir daí que se explicita a questão dos ciclos reflexos, na medida em que a política monetária americana e as variações da taxa de juros básica influenciam a direção dos fluxos de capitais. Nestes termos, o ciclo econômico doméstico americano é fortemente determinante da lógica dos fluxos.

Por outro lado, na medida em que o dólar é o centro do sistema e sua moeda é demandada como o centro da liquidez internacional, isto acarreta ainda mais poder ao país envolvido nesta situação. De fato, nesta situação, os Estados Unidos podem incorrer em déficits comerciais recorrentes, sem apresentar qualquer problema de solvência, eliminando-se a sua restrição externa (SERRANO, 2002), além de fornecer a liquidez do sistema monetário internacional.

Um elemento fundamental dessa discussão é a compreensão de que a dinâmica especulativa se exacerbou, o que trará impactos para o debate de subordinação financeira que estamos construindo. Para a compreensão desta questão é importante destacar os avanços dos mercados financeiros que geraram esta situação. Para tal, passaremos pela discussão acerca da flexibilização dos passivos no sistema bancário e avanço da internacionalização financeira e, em seguida, discorreremos sobre a abertura financeira, desregulamentação financeira e processo de securitização.

#### **1.2.2.1 Flexibilização dos passivos bancários e avanço da internacionalização financeira**

Segundo Chesnais (1996) e Prates (1997), a evolução histórica do processo de globalização financeira pode ser dividida em três etapas, ligadas à dinâmica dos mercados financeiros globais e inovações financeiras: a primeira, de 1960 a 1979; a segunda, de 1980 a 1985 e, a terceira, a partir de 1986.

Especialmente no imediato pós-guerra e até o final da década de 1960, observa-se o crescimento da produção mundial, articulada ao crescimento dos Estados Unidos e, simultaneamente, ao processo de reconstrução europeia. É uma fase de alto crescimento,

com o avanço do crédito internacional, mas ainda numa escala mais contida, sendo que aí perdura a perspectiva do padrão dólar-ouro, a partir do acordo de Bretton Woods.

Naquele momento, adotava-se o câmbio fixo, a partir da perspectiva de que a dinâmica das relações internacionais era essencialmente determinada pela lógica da balança comercial, seguindo-se a concepção do padrão ouro, compatível com o modelo de equilíbrio geral walrasiano. Nessa concepção, países estruturalmente superavitários e detentores de altas reservas teriam moedas valorizadas em comparação a países com balanças comerciais menos dinâmicas e menores reservas advindas dessa situação, que apresentariam moedas mais desvalorizadas. Nestes termos, a estrutura produtiva desses países determinava as condições do balanço de pagamentos e os desequilíbrios seriam apenas temporários, sendo que o livre jogo do mercado levaria ao retorno do câmbio de equilíbrio.

A manutenção da dinâmica de câmbio fixo iniciada no imediato pós-guerra parecia compatível com o crescimento mundial, numa fase em que os mercados financeiros globais ainda não tinham o nível de evolução conhecido atualmente. Nesta fase, a dinâmica da balança comercial dos balanços de pagamentos dominava os principais fluxos de recursos internacionais e o peso dos fluxos financeiros especulativos não havia ainda avançado e era controlado.

Até o final dos anos 1950, os bancos estavam baseados em uma estrutura rígida, no que concerne à concessão de empréstimos. Ainda que eles tivessem a capacidade de criar moeda a partir de depósitos contábeis, na verdade, esta criação podia ficar restrita pela atuação das autoridades monetárias. De fato, na estrutura vigente até a década de 1960, os ativos bancários eram basicamente as contas de encaixes, empréstimos (não securitizáveis) e aplicações em títulos, enquanto que do lado do passivo estavam os depósitos tradicionais (não negociáveis), o capital próprio do banco e as operações de redesconto da autoridade monetária para com os bancos em questão.

Nesta estrutura, nos momentos em que se estabelecesse a necessidade de liquidez, estas seriam respondidas com operações “do lado do ativo”: venda de títulos e disponibilização de encaixes. Se houvesse problema de liquidez, as autoridades monetárias seriam acionadas para a liberação de redesconto. Caso a decisão de efetuar uma política monetária restritiva surgisse, as autoridades monetárias aumentariam a exigências de compulsório e reduziriam a liberação de redesconto. O aumento das

exigências de liquidez resultantes dessa operação (maior nível de encaixes obrigatórios sobre depósitos à vista) levaria os bancos a efetuarem “operações de ativo” (MINSKY, 1986)<sup>14</sup>: venderiam títulos e, na medida em que isto não gerasse as necessidades de liquidez demandadas, reduziriam a participação dos empréstimos sobre o total do ativo. Isto, ato contínuo, reduziria a magnitude dos depósitos contábeis criados, reduzindo a magnitude total dos depósitos totais e permitindo que a liquidez existente do banco se adequasse às exigências do compulsório, dado o novo nível de depósitos.

Dessa forma, o que se percebe é que a criação de moeda é essencialmente uma decisão do sistema bancário, que pode se dar a partir de operações contábeis, não dependendo da poupança. Na verdade, a decisão dos bancos em avançar empréstimos é uma função da renda esperada. No entanto, também se percebe que, se a dinâmica de ajuste de portfólio dos bancos é a indicada, as autoridades monetárias têm o poder de efetuar política monetária restritiva. Nestes termos, o que pretendemos pontuar é o fato de que os bancos tinham esta configuração, sendo que o avanço inicial do crescimento ainda se dá baseado nesta estrutura (KEYNES, 1971a).

Porém, o crescimento econômico gerou as condições para que o próprio sistema bancário visualizasse uma possibilidade de grandes ganhos com a expansão dos empréstimos, sendo os Estados Unidos o centro das operações. No entanto, com o avanço produtivo do período da chamada “Pax Americana”, veio também o avanço e a diversificação de operações financeiras que promovem dois movimentos que citaremos a seguir: (i) o da flexibilização dos passivos bancários; (ii) o do crescimento das operações financeiras internacionais e do início das operações *offshore*. Com esse processo até a década de 1960, houve um grande crescimento dos mercados de capitais, devido à expansão da economia mundial, crescimento do comércio e internacionalização da produção.

É justamente neste ambiente que se inicia um movimento no sistema financeiro (principalmente o bancário) de flexibilização dos seus passivos, de maneira a encontrar outras formas de captação e de diluir os riscos das operações. Como aponta Corrêa (2004, p. 16), ocorre, portanto, uma flexibilização da atividade de geração de liquidez,

---

<sup>14</sup>Minsky (1986) destaca que, neste perfil de operação do sistema bancário que perdura até a década de 1960, as atividades de “position making” (geração de liquidez) são efetuadas “do lado do ativo”.

que se inicia do lado dos passivos dos bancos, gerando-se, a partir daí, maiores possibilidades dos bancos terem recursos para darem prosseguimento às suas operações.

Minsky (1986) nos mostra que a partir de 1960 surgiram inovações financeiras, como os fundos de reserva federal (FRFs), os certificados de depósitos bancários (CDBs) e os *comercial papers* (CPs). Tais operações financeiras permitiram uma maior flexibilidade por parte dos bancos em incrementar seu ativo sem, contudo, realizar ajustes no nível de encaixes, dificultando o controle por parte dos bancos centrais da emissão endógena de moeda. Assim, a partir dos anos 1960, o ativo passa a ser realizado com novas fontes de captação, através de uma maior liquidez, ou seja, gerando novas dívidas.

A partir daí, o surgimento dos Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) nos anos 1960 intensificaram ainda mais o caráter instável das finanças. Estes são títulos lançados por bancos e negociados com seus clientes, havendo o compromisso de recompra do banco. É, assim, um título bancário, negociado em mercado monetário. É um instrumento financeiro flexível, que permitiu uma nova forma de rápida captação para os bancos, mas incrementou a instabilidade.

Do lado dos bancos, eles podiam ser resgatados a qualquer momento, surpreendendo-os em momentos de mudança de conjuntura. Do lado dos tomadores, o instrumento facilitou a oferta de crédito, com menos controle dos Bancos Centrais, magnificando o endividamento privado em geral, e permitindo que avançasse a adoção de posturas financeiras mais especulativas.

Além dessas inovações, foi também introduzida a cláusula de juros flutuantes, com o objetivo de proteger os bancos das fortes oscilações em seus custos de captação (dado pela taxa de juros e câmbio, por exemplo) e a constituição de um euromercado (ou seja, o processo de criação de dólar fora dos EUA).

No que se refere às inovações dos anos 1970, o avanço deu-se no sentido do processo de criação de operações de passivo dos bancos, que tornaram mais fácil a geração de liquidez. Minsky (1984) destacou o fato de que este processo reduziu a capacidade de controle da criação de moeda por parte das autoridades monetárias. O avanço destas inovações permitiu o crescimento dos empréstimos em um momento em que avançava a demanda de recursos pelo processo de expansão mundial. O grande

crescimento dos empréstimos, especialmente por parte dos bancos norte-americanos pelo processo de internacionalização bancária, explicitou o fato de que estes recursos são essencialmente contábeis – aumentando-se a quantidade de dólares fora dos Estados Unidos e indicando-se a possibilidade de entradas e saídas abruptas de recursos a depender dos ciclos financeiros (CORRÊA, 1984).

Em 1973, o colapso do sistema Bretton Woods gerou o fim do modelo de taxas fixas de câmbio, incrementando a volatilidade cambial e, desta maneira, a instabilidade econômica (que foi agravada ainda mais com o advento das crises do petróleo de 1973 e 1979). A partir de então, houve uma crescente dificuldade de valorização dos capitais em meio à esfera produtiva, além de uma estagflação nos países centrais, fazendo com que os capitais buscassem acumulação na esfera financeira. De fato, desde o colapso do padrão dólar-ouro (início da década de 1970) estabelecido em Bretton Woods, o sistema monetário internacional tem se baseado no uso de um dólar como o principal meio de pagamento e o principal ativo internacional de reserva, com a novidade de que passou a não haver relação de convertibilidade do dólar em ouro, o chamado “padrão dólar fiduciário”.

Outro fator importante, se não o mais importante deste período e que contribuiu em grande parte para o avanço da globalização financeira, foi a criação do euromercado:

O fato e o processo mais geral e mais importante para a globalização financeira foi, sem dúvida, a criação do euromercado, que contou com apoio da Inglaterra e dos Estados Unidos. Para Moffit (1984), o euromercado foi o embrião da globalização financeira, na medida em que representou a formação de um mercado mundial de moeda “sem pátria”. Na verdade, o euromercado, essencialmente um mercado interbancário, transformou o caráter da atividade bancária, ao unir mercados financeiros nacionais privados e livres dos Bancos Centrais, de dimensões que ninguém sabe ao certo (CORAZZA, 2005 p. 127).

Além da formação deste mercado também são destacados por Corazza (2005) como fatores que contribuíram para alavancar o processo de globalização financeira: (i) A restauração da conversibilidade das moedas europeias e japonesa, em relação ao ouro; (ii) adoção das taxas flexíveis de câmbio, que permitiu que o valor relativo das moedas ficasse entregue aos movimentos especulativos de capital; (iii) a elevação das taxas de juros nos Estados Unidos, em 1979, que consolidou a crise de confiança no valor do dólar. Segundo argumenta o autor:

Em consequência dessas transformações monetárias e financeiras, operou-se uma mudança de um regime de finanças bancárias reguladas para um regime de finanças especulativas, diretas, de mercado e de caráter privado. A transição de um para outro não foi suave, mas “um dos períodos mais turbulentos da história” monetária e financeira mundial em que a disputa entre governos e mercados foi muito acirrada, com a vitória parcial e provisória deste último. Se antes, no regime de finanças reguladas pelo Acordo de Bretton Woods, o fluxo de moedas e títulos era controlado pelos Bancos Centrais e organismos internacionais, agora, este fluxo é controlado por poucas redes multinacionais que fazem suas avaliações sobre a estabilidade de cada moeda e de cada título, com base nas mesmas fontes de informação, oriundas de alguns bancos líderes, jornais financeiros e um punhado de executivos, que emitem suas avaliações e desencadeiam movimentos abruptos de capitais, com todas suas consequências desestabilizadoras sobre o valor das moedas e demais variáveis macroeconômicas (CORAZZA, 2005, p.129).

### 1.2.2.2 O processo de securitização e a abertura financeira

A segunda etapa do processo de globalização financeira se inicia ao final de 1979 e vai até 1985. Durante este período, houve o choque do petróleo em 1979 e a ascensão de dois ícones do neoliberalismo ao poder: Ronald Reagan, eleito presidente dos EUA, e Margareth Thatcher tornou-se a primeira-ministra no Reino Unido. Ambos adotaram uma abordagem monetarista baseada em altas taxas de juros, cujo principal objetivo era a estabilidade dos preços. Esta ação de política monetária fez com que os países centrais entrassem em recessão e os países devedores, principalmente os da América Latina, sofressem dificuldades de efetuar seus pagamentos aos credores. Estas políticas permitiram o surgimento do sistema contemporâneo de finanças liberalizadas e securitizadas e consolidou ainda mais o processo de globalização.

Dentre as principais inovações financeiras da década de 1980 estão as práticas de *hedging finance*, as quais permitiam minimizar e distribuir os riscos de perdas ampliando a segurança na realização de um determinado investimento e de operações não registradas em balanço, tais como as operações de securitização e de derivativos, operações estas que permitiram aos bancos captarem recursos sem, no entanto, registrá-los em seus balanços, camuflando os riscos envolvidos nas operações (PRATES, 2002).

A securitização trata-se de uma prática financeira que consiste em converter passivos financeiros (títulos de crédito, dívidas, etc.) em títulos de dívida direta (*securities* ou *bonds*) padronizados que podem ser negociados entre instituições financeiras no mercado de capitais interno e externo. Desta forma, qualquer empresa pode captar recursos a partir da emissão de tais títulos sem recorrer a uma instituição

financeira. Outra inovação financeira importante que surge a partir da década de 1980 são os chamados derivativos. Trata-se de um contrato no qual se estabelece pagamentos futuros, cujo valor é calculado a partir de outro ativo (ação, *commodity*, inflação acumulada, taxa de câmbio, taxa de juros básica, etc.). Os derivativos surgiram principalmente devido à volatilidade dos mercados financeiros, à intensificação da inflação e à adoção de políticas monetárias restritivas por parte das autoridades monetárias. São, neste sentido, mecanismos de *hedge*, ampliando a segurança nas transações financeiras (CARVALHO, 2000).

A presença de derivativos nos mercados financeiros faz com que as expectativas dos agentes a respeito do que ocorrerá no futuro sejam materializadas em contratos que buscam cobri-los do risco, dando uma ilusão de segurança aos investidores, que passam a adotar posições mais especulativas e a se endividar mais nos mercados financeiros.

Outro aspecto importante deste período é o fato de que, a partir da década de 1980, os chamados investidores institucionais ganharam espaço. Segundo Carvalho (2000, p. 293), eles compreendem um conjunto relativamente heterogêneo de iniciativas que têm como traço comum o de constituírem *pools* de recursos para a aplicação financeira, como é o caso dos fundos de pensão, fundos de investimentos e os fundos desenvolvidos pelas companhias seguradoras, sendo esta uma figura básica da economia norte-americana. Estes agentes do mercado financeiro impõem uma dinâmica mais instável ao sistema financeiro, uma vez que estão em busca de altos rendimentos e estão, portanto, mais dispostos a maiores riscos.

A terceira fase do processo de globalização financeira se inicia em 1986 e tem como características a abertura e desregulamentação das bolsas de valores dos países centrais e a incorporação dos mercados emergentes (PRATES, 2002, p. 102), quando já estavam em curso as inovações do processo de securitização e o avanço das operações com derivativos.

Neste período, houve um aumento do volume de transações cambiais, porém, sem que se verificasse, ao mesmo tempo, um aumento dos fluxos comerciais e de investimentos produtivos. Na verdade, grande parte do ingresso de recursos se deu pelo lado da conta financeira, aumentando a participação das operações de “Investimentos em Carteira” e de “Outros Investimentos – Moedas e Depósitos”, em comparação com

os períodos pretéritos. Essa dinâmica tornou os mercados mais propícios à transmissão de choques, fazendo os mercados de câmbio e monetário mais especulativos.

Nesse contexto, tal como observa Dymski (1998), não é possível separar de forma precisa os “fundamentos” das “bolhas”, como argumenta a abordagem tradicional. Isso porque as expectativas a respeito da rentabilidade futura dos ativos financeiros dependem do “estado de confiança”, o que torna a análise da vulnerabilidade financeira dos países ainda mais complexa.

Ainda segundo Dymski (1998), uma “bolha” nos preços dos ativos financeiros se constitui numa situação em que a relação entre o índice de preços dos ativos financeiros – cotados nos mercados secundários como, por exemplo, a bolsa de valores – e o índice de custos de produção dos bens de capital aumenta continuamente ao longo do tempo. Essa relação irá medir aquela parcela do acréscimo dos preços dos ativos financeiros que não é explicada pelo aumento do custo de produção dos referidos ativos.

Um elemento importante dessa discussão é a compreensão de que as variáveis financeiras e especulativas passam a ser fundamentais na determinação da dinâmica dos fluxos financeiros em situação de forte abertura financeira, afetando o preço dos ativos. Essa é uma dinâmica que impacta sobre todos os países, sendo que cresce sobremaneira a flexibilidade dos fluxos financeiros, já que parte deles é fortemente influenciado por fatores expectacionais e especulativos.

Essa é uma discussão importante para os propósitos da discussão da subordinação financeira dos países periféricos, na medida em que existe uma hierarquia entre moedas periféricas e centrais, que definem uma dinâmica diferenciada dos aplicadores de capitais, a depender do mercado ao qual estão se dirigindo. O avanço das finanças desreguladas impacta de forma diferente os países periféricos, que apresentam o que chamaremos de “subordinação financeira”, tornando-os mais vulneráveis. O ponto é o de que o posicionamento dos países periféricos e a hierarquia de moedas na atualidade são mais complexos após o colapso do acordo de Bretton Woods e especialmente após o avanço das inovações financeiras dos anos 1980 e do processo de desregulamentação e liberalização financeira (CINTRA & PRATES, 2007).

O sentido dessa subordinação e a lógica dessa maior problematização para os países periféricos serão conceituados a seguir.

### 1.2.3 Sistema Monetário internacional e hierarquia das moedas: a inconvertibilidade das moedas ligadas a países periféricos

Para avançar na discussão indicada acima, retomamos aspectos apresentados por Keynes, que permitem a compatibilidade da discussão referente à especificidade da moeda em países periféricos ao seu arcabouço de análise. Cabe comentar que, para além do conceito de moeda, Keynes também tratou do sistema monetário internacional em diferentes escritos e proposições. Já desde seu primeiro livro, apresentava posições críticas ao padrão ouro e do ajuste automático do balanço de pagamentos previsto.

Na verdade, se formos verificar a evolução de suas proposições acerca do Sistema Monetário Internacional (SMI), constatamos que estas sofreram modificações e mudanças de posições (CINTRA & PRATES, 2007). Por fim, veio a proposição de um sistema monetário internacional administrado a partir de um *Supernational Bank Money*, chegando-se ao Plano Keynes, apresentado na conferência de Bretton Woods, em que propunha uma *International Clearing Union*. Ou seja, um Banco Central dos Bancos Centrais. A proposta era a de que esta *Clearing Union* iria emitir o Bancor<sup>15</sup>, uma moeda internacional, que liquidaria as posições entre os Bancos Centrais (FERRARI FILHO, 1999).

A proposta de um banco supranacional apresentada indicava uma dupla preocupação do autor (CINTRA & PRATES, 2007)<sup>16</sup>: (i) a de que era necessário garantir mecanismos mais flexíveis de ajuste da liquidez entre países superavitários e deficitários em nível nacional; (ii) e a de que os ajustes de balanço de pagamentos entre os países era assimétrico, a depender do grau de aceitação de cada uma das moedas específicas desses países em nível internacional (hierarquia monetária).

Ou seja, as discussões de Keynes sobre o sistema monetário mundial trazia a concepção de que os países “superavitários” e “deficitários” que apresentavam

---

<sup>15</sup> O Bancor seria uma moeda internacional emitida pela *International Clearing Union* que teria natureza pública e liquidaria posições entre os bancos centrais: déficits e superávits dos países resultariam, em, respectivamente, reduções e aumentos do Bancor dos bancos centrais nacionais junto à *International Clearing*. Os negócios privados seriam realizados nas moedas nacionais, que estariam vinculadas ao Bancor mediante um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis. O Bancor não seria passível de entesouramento pelos agentes privados. Teria uma paridade com o ouro, mas não exerceria nenhuma função ativa na liquidação das transações e contratos em âmbito internacional (KEYNES, 1943, 1944; BELLUZZO, 2005 e FERRARI FILHO, 1999).

<sup>16</sup>Para uma discussão sobre as posições de Keynes quanto à questão da hierarquia das moedas, veja-se Cintra & Prates (2007).

diferentes tipos de ajustes eram assimétricos. Por trás desta visão está a constatação de que o “poderio financeiro” de cada um dos países envolvidos importava na sua relação internacional. Na verdade,

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

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

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

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

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

- 1) Não existir restrições na compra e venda da moeda em questão para nenhuma entidade, seja ela doméstica ou estrangeira, tanto no mercado interno quanto no externo.
- 2) Firmas domésticas podem denominar suas exportações na moeda doméstica e firmas estrangeiras também podem fazer o mesmo, seja em transações com a economia onde a moeda em questão foi emitida ou com terceiras.
- 3) Firmas estrangeiras, instituições financeiras, instituições internacionais e agentes individuais podem deter a moeda em questão e instrumentos financeiros denominados na mesma em montantes que considerem necessários.
- 4) Firmas estrangeiras, instituições financeiras e instituições internacionais podem emitir instrumentos financeiros na moeda em questão.
- 5) Instituições financeiras e não financeiras do país que emite a moeda em questão conseguem emitir instrumentos nos mercados financeiros externos denominados nesta moeda.
- 6) Instituições financeiras internacionais como o Banco Mundial e bancos de desenvolvimento regionais conseguem emitir títulos de renda fixa no mercado interno de outros países e utilizar a moeda em questão em suas operações financeiras.
- 7) A moeda em questão é incluída na cesta de divisas de outros países para controle de suas políticas cambiais.

O dólar e o euro podem, por exemplo, ser considerados atualmente moedas internacionais, entretanto, existem diferentes graus de convertibilidade que fazem com que haja uma hierarquia entre as moedas. Dentro do plano internacional, a pirâmide é construída da seguinte maneira: no topo, encontra-se a divisa-chave, as divisas conversíveis; no meio e na base, estão as chamadas pseudodivisas.

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

No contexto da hierarquia das moedas, o dólar apresenta-se no topo, refletindo o poderio financeiro dos Estados Unidos, sendo que sua moeda apresenta aceitação para

as três funções do dinheiro em âmbito mundial: meio de troca, unidade de conta e de contratos e reserva de valor. De acordo com Carneiro (2010), em se tratando do dólar:

As razões que sustentam a centralidade do dólar vão muito além das funções de unidade de conta e meio de troca, ganhando relevos as dimensões associadas propriamente ao poderio financeiro que transcende a denominação dos títulos subjacentes e tem a ver com a liquidez desses títulos e a profundidade dos mercados nos quais são negociados. Ou seja, não é apenas por que o dólar denomina preços e contratos e dá acesso ao mundo das mercadorias que ele é a moeda reserva. No mundo contemporâneo, marcado pela liberalização financeira no plano doméstico e internacional, é porque ele permite acumular riqueza em títulos que possuem liquidez, que seu caráter de moeda reserva é reforçado (CARNEIRO, 2010, p. 3).

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

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

Devido à existência desta hierarquia, quatro problemas macroeconômicos podem ocorrer. Em primeiro lugar, em um país em que a moeda e instrumentos financeiros são majoritariamente detidos por não residentes, há a possibilidade de massivas desvalorizações nas moedas locais, caso os detentores destes ativos venham a crer que os preços dos títulos emitidos nestes países sofrerão uma queda brusca, por conta de um movimento de busca pela moeda(s) líquida(s), tornando os países mais dependentes dos ciclos de liquidez internacionais. O segundo custo da

internacionalização da moeda, principalmente em se tratando de países periféricos, está no fato de que o prêmio de risco de contratos denominados em moedas inconversíveis (fracas) tende a ser mais alto do que aqueles associados às divisas conversíveis (fortes), em decorrência de sua baixa aceitação, fato que será comentado na próxima seção desse capítulo. Por conta disto e do consequente diferencial de juros existente entre os diferentes mercados, um terceiro malefício pode ainda surgir dentro da economia: o chamado *currency mismatch*, discutido por Eichengreen et al (2003), que ocorre quando os residentes de um país preferem se endividar em uma moeda estrangeira ao invés de moeda nacional.

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

Se ligarmos essa discussão com os avanços dos mercados financeiros a partir dos anos 1960, perceberemos que a situação acima tem se exacerbado, tendo sido os países periféricos altamente impactados pelo ciclo das finanças globais. Os fluxos financeiros são cada vez mais dominantes nos movimentos de divisas, sendo que parte importante desse movimento se dá a partir de fluxos direcionados por grandes investidores, em busca de valorização em diferentes mercados, a partir de instrumentos financeiros que podem ser comprados e vendidos em mercados secundários com grande facilidade.

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

Isto posto, a seguir, traçamos a relação entre a dinâmica do câmbio, influenciada por fatores financeiros e a determinação interna dos juros em países que não têm moeda

forte. Essa discussão nos permite mostrar que fatores ligados aos conceitos de risco-país e risco de câmbio têm relação com a discussão das hierarquias das moedas, com a subordinação financeira, sendo fortemente impactados por fatores expectacionais.

### **1.3 Determinação das taxas de câmbio e juros em países periféricos**

#### **1.3.1 Câmbio e a dinâmica especulativa**

O intuito dessa parte do trabalho não é o de desenvolver uma discussão detalhada acerca da dinâmica cambial, mas sim a de trazer aspectos importantes dessa dinâmica, de forma compatível com a discussão que estamos desenvolvendo, incorporando a discussão das finanças desreguladas e da dinâmica especulativa na determinação do nível de câmbio.

Como se sabe, a Taxa de Câmbio Real (TCR) é um preço relativo fundamental na economia, podendo ser definida como o preço relativo entre bens transacionáveis e não transacionáveis no mercado interno. É uma variável que afeta a alocação de recursos e o nível de atividade, para um dado nível de emprego. A determinação do nível do TCR e TCN (Taxa de Câmbio Nominal) pode ter uma influência decisiva em quatro objetivos fundamentais da política econômica: (i) o equilíbrio do balanço de pagamentos, uma vez que afeta a quantidade de exportações e importações e, conseqüentemente, a balança comercial; (ii) a inflação que, por afetar o preço das importações, impacta o preço dos produtos nacionais; (iii) a estabilidade financeira, uma vez que afeta as expectativas e, portanto, pode levar a movimentos de fluxo de capital, gerando instabilidade; (iv) o crescimento, uma vez que pode afetar a demanda agregada.

De acordo com o modelo Mundell-Fleming, existe uma trindade impossível em cada economia, na medida em que um mesmo país não pode alcançar uma estabilidade de câmbio (regime de câmbio fixo), a independência política monetária e livre mobilidade de capitais simultaneamente. Um país pode alcançar dois destes objetivos, mas deve pagar o preço ao renunciar o terceiro.

Na verdade, a capacidade de controlar as taxas de juros domésticas (independência de política monetária) é uma das razões de John Maynard Keynes defender controles de capitais como um complemento necessário às políticas de Bretton Woods. Estas políticas tentaram conter a volatilidade da taxa de câmbio e utilizar as taxas de juros para promover o pleno emprego doméstico. Dessa forma, a melhor solução para garantir o pleno emprego seria a estabilidade cambial e baixas taxas de juros para conter a especulação, sendo a mobilidade de capitais comprometida, neste

caso, um preço não muito alto a se pagar pelo pleno emprego (CAMARA NETO e VERNENGO, 2009).

Os críticos da vertente keynesiana rebateram este argumento sugerindo que taxas de câmbio fixas e baixas taxas de juros levariam a uma demanda excessiva e, por conseguinte, inflação de demanda<sup>17</sup>. Especialmente com o avanço da perspectiva novo clássica, após a década de 1990, a defesa da liberalização comercial e financeira torna-se central ao debate. De acordo com esta abordagem, livre mobilidade do capital é essencial para promover a alocação eficiente de recursos. Neste caso, a alternativa seria um regime de taxa de câmbio fixo sem independência de política monetária ou um regime de câmbio flutuante com possibilidades de ajuste da política monetária. Caso se opte por um dos dois regimes citados acima, um forte viés contracionista às políticas macroeconômicas será imposto. Segundo Camara Neto e Vernengo (2009, p. 204):

It must be noted that hard pegs, monetary unions, and dollarization all eliminate the possibility of using currency devaluation as an instrument to adjust for a trade or current account deficit. In the case of hard pegs and dollarization, the deficit country has only one possible course of action — namely, contract the economy in order to reduce imports. In other words, these regimes promote a strong contractionary bias to macroeconomic policies. A monetary union may have other alternatives, such as fiscal transfers from other member countries to finance the trade or current account deficit. Also, it is possible that unemployed workers in the deficit country might find jobs in other union-member countries. However, it is still the case that a contractionary bias is imposed on the deficit countries by a monetary union and dollarization.

Atualmente, os países da América do Sul apresentam taxas de câmbio relativamente flutuantes (*dirty floating regimes*)<sup>18</sup> com mobilidade de capital e política monetária independente<sup>19</sup>, sendo que alguns países adotam o regime de metas de inflação (citados no capítulo 3). O câmbio seria determinado essencialmente pela dinâmica dos mercados, que refletiria os fluxos de comércio e a própria dinâmica interna do país em questão. Desequilíbrios do câmbio estariam indicando excesso de

---

<sup>17</sup>Este argumento não é incompleto, uma vez que a inflação pode ter outras causas plausíveis (por exemplo, fatores impulsionadores dos custos).

<sup>18</sup>Neste tipo de regime, o Banco Central se compromete a deixar que a taxa de câmbio se ajuste de acordo com as necessidades do mercado, porém, na realidade, ele acaba intervindo no mercado de câmbio através da compra e venda de reservas, caso a volatilidade do câmbio seja muito alta.

<sup>19</sup>Na verdade, a política monetária é engessada, já que a adoção de regimes de metas de inflação faz com que o objetivo da política monetária seja voltado ao controle de preços, deixando as escolhas de política econômica bastante limitadas.

gastos internos, exigindo o seu controle, conforme comentado acima, e gerando um viés contracionista, toda vez que ocorrem fatores de instabilidade.

No entanto, para além da visão do câmbio determinado essencialmente pelos fluxos de comércio, por “falta de poupança interna” nos países periféricos, seguimos a interpretação de que é importante considerar a questão da hierarquia das moedas e da dinâmica especulativa dos fluxos financeiros. Ainda que discussões recentes sobre a dinâmica do câmbio tenham levantado a questão da existência de moedas não conversíveis como uma problemática importante na dinâmica do câmbio (*original sin*) no campo da abordagem que chamamos de “ortodoxa”, com destaque para a questão do *currency mismatch*, vale dizer que os projetos serão calculados em outra moeda que não a doméstica, ou do *maturity mismatch*, pois investimentos de longo prazo foram financiados com empréstimos de curto prazo (HAUSMANN, 1999). Nosso ponto é o de que esse debate não incorpora a discussão dos elementos especulativos e expectacionais da dinâmica do câmbio, especialmente em sua relação com países periféricos.

A discussão envolvida na análise que levamos adiante relaciona o crescimento da dinâmica dos fluxos da Conta Financeira a partir das inovações financeiras dos anos 1960 e 70 (comentadas no item 1.4) e de sua internacionalização, explicitando o caráter financeiro da instabilidade do câmbio (COUTINHO & BELLUZZO, 1983). Essa dinâmica relaciona a criação de moeda endógena e o poder da internacionalização da moeda-chave do capitalismo e o fato que os fluxos financeiros que se internacionalizam são fortemente condicionados por elementos especulativos. Nesse caso, destacamos os fluxos bancários (Outros Investimentos – Empréstimos), que não dependem da poupança passada e, a partir dos anos 1980, os fluxos ligados a compras e vendas de títulos de dívida (Investimentos em Carteira), além dos fluxos de Moedas e Depósitos.

Na medida em que essa dinâmica da criação da moeda central do sistema (o dólar) se internacionaliza, a determinação do câmbio deixa de estar essencialmente centrada no movimento relativo ao “lado real” do balanço de pagamentos e passa a centrar-se, crescentemente, no movimento do “lado financeiro”, relacionado ao momento do ciclo financeiro internacional. O destaque, ademais, vai para a crescente integração dos mercados e inter-relação das taxas de juros dos países centrais, que definem os contratos internacionais de dívida. Esta não é uma dinâmica trivial, uma vez que avança na discussão apresentada por Keynes, mantendo sua análise originária.

Na senda da interpretação que estamos considerando e que parte de uma perspectiva keynesiana e compatível com o debate estruturalista, indica-se que, a partir da decretação do fim da paridade entre o dólar e o ouro, fica explícito que as flutuações nas taxas de câmbio não refletem apenas a situação de comércio exterior de cada país, mas trazem também um importante componente especulativo que reflete, principalmente, movimentos financeiros de curto prazo.

Nesse caso, destacamos especialmente os fluxos de investimentos em carteira, de moedas e depósitos e de derivativos, que podem reverter muito rapidamente (têm um viés de curto prazo). Na dinâmica que define o direcionamento desses fluxos, as taxas de juros internas (nominal e real) dos países com moedas fortes passam a ser os condicionantes da formação da taxa de câmbio, inter-relação que gera grande instabilidade nos mercados financeiros dos países capitalistas (COUTINHO & BELLUZZO, 1983). A possibilidade de alterações bruscas nas taxas de juros é elemento fundamental para esta instabilização, mais do que propriamente o patamar alcançado pelas taxas, e essa é uma questão central para a análise da dinâmica de países periféricos e de sua vulnerabilidade financeira, indicando o fato de que a dinâmica da liquidez mundial afeta a dinâmica do câmbio dos países periféricos, numa importante relação de geração de “ciclos reflexos”.

Além dos impactos associados à taxa de câmbio, outra variável de política monetária afetada pela internacionalização da moeda é a taxa de juros. Vejamos a seguir as implicações em termos de política monetária de uma moeda fraca.

### **1.3.2 Determinação das taxas de juros em países periféricos: o desvio estrutural da paridade coberta**

É importante lembrar que a hierarquia das divisas também afeta um preço-chave da economia: a taxa de juros. Seguindo a perspectiva de Keynes e dos pós-keynesianos, a taxa de juros refere-se à remuneração obtida por um agente que abre mão da segurança de portar um ativo líquido em absoluto (a moeda). O seu valor depende da propensão dos agentes para abrir mão da moeda, ou seja, ao risco que eles estão tomando ao renunciá-la, confrontando-se esta propensão com a oferta de moeda.

Conforme mencionamos anteriormente na análise da hierarquia das moedas, em um contexto de economia aberta existem várias moedas, sendo que algumas são

preferidas pelos agentes como reserva de valor por representarem as funções de uma moeda internacionalmente aceita (em suas três funções). Seriam elas as moedas consideradas “convertíveis”.

Desta forma, considerando-se uma economia aberta, os detentores de riqueza preferirão as moedas convertíveis e ativos relacionados a elas. As moedas consideradas menos convertíveis e os ativos denominados nelas serão considerados menos líquidos e sua posse exigirá uma rentabilidade adicional em comparação aos denominados em moedas convertíveis, para que os agentes decidam detê-los. Logo, a presença de moedas mais convertíveis no contexto de mercados financeiros que se intercomunicam por conta do avanço da abertura financeira acabará afetando, necessariamente, o nível das taxas de juros domésticas dos países periféricos, que serão estruturalmente mais altas. Essa diferença envolve não apenas aspectos ligados a “fatores de risco” relacionados a “maus fundamentos”, mas incorpora aspectos especulativos. Esta é uma abordagem distinta da apresentada pelos modelos ortodoxos, segundo os quais haveria uma tendência à equalização das taxas de juros, a partir da livre movimentação dos fluxos de capitais.

O grau de independência que cada Banco Central tem para estabelecer o nível da taxa de juros provoca divergências teóricas entre as análises que consideram a centralidade da moeda na determinação das decisões de gasto (inter-relação entre os lados reais e monetário) (aqui indicadas como “heterodoxas”) e aquelas que consideram a centralidade das variáveis “reais” (aqui indicadas como “ortodoxas” ou *mainstream*), ou seja, escolas ortodoxa e heterodoxa. Nessa concepção, a livre mobilidade dos mercados levaria a uma equalização das taxas de juros entre os diferentes países e a questão da hierarquia das moedas, bem como a existência de fatores especulativos não se encontram presentes na análise.

Na visão *mainstream*, a verificação de um desvio da paridade coberta dos juros indicaria a existência de fatores de risco, sendo corrigida com a busca de bons fundamentos macroeconômicos, o controle dos gastos internos e a livre mobilidade dos capitais, elementos centrais a essa dinâmica.

Em sua versão absoluta, a teoria da PPC indica que, em condições de equilíbrio, o poder de compra interno (dentro da economia doméstica) e externo (em um mercado

estrangeiro) de uma moeda deve ser o mesmo<sup>20</sup>. Caso não seja essa a situação, a livre movimentação de bens e divisas levará a uma transação comercial ou financeira para tomar proveito desta inequidade, fazendo com que os preços voltem ao equilíbrio.

Nestes termos, em condições de livre mobilidade de fatores, a arbitragem faz com que os preços de um mesmo bem sejam iguais em dois países (lei do preço único), dada a taxa de câmbio. Desta forma, qualquer divergência no curto prazo nos preços seria eliminada pela arbitragem. Ou seja, no longo prazo, a taxa de câmbio nominal deve refletir os preços relativos de duas moedas. Em sua versão relativa, a PPC sustenta que, ao longo do tempo, o câmbio nominal deve refletir as diferenças entre as taxas de inflação entre os diferentes países.

Seguindo a mesma perspectiva, de acordo com a teoria da PCJ, se existe possibilidade de lucro ao comprar um título em um país ao invés de outro, os agentes do mercado irão migrar seus capitais para o primeiro país, fazendo com que o aumento da oferta de recursos traga a taxa de juros de volta ao seu valor de equilíbrio. De outro modo, em condições de perfeita mobilidade de capitais, ativos com características semelhantes devem ter remunerações (taxas de juros) semelhantes, descontando-se a variação esperada do câmbio.

De maneira mais formal:

$$f_{t,t+k} - s_t = (i - i^*)_{t,k} \quad (1)$$

$$i = i^* + (f_{t,t+k} - s_t) \quad (2)$$

Sendo  $f_{t,t+k}$  o logaritmo da taxa de câmbio futura,  $s_t$  o logaritmo da taxa de câmbio à vista (*spot rate*) e  $(i - i^*)_{t,k}$  o diferencial de taxa de juros entre os ativos doméstico e externo (*spread*). O lado esquerdo da equação (1) é conhecido como *prêmio de câmbio medido no mercado futuro*.

A respeito do mercado de futuros, Keynes, em seu livro *A tract on monetary reform* (1923), propôs uma visão hoje conhecida como a Teoria da Paridade Descoberta dos Juros (PDJ). Esta teoria postula que os diferenciais de taxas de juros são

---

<sup>20</sup>Considerando-se custos de transportes e taxas de importação e exportação.

equivalentes às diferenças entre as taxas de câmbio à vista esperada (para o período  $t+k$ ) e a taxa de câmbio à vista (para o período  $t$ ).

$$(i - i^*)_{t,k} = s_{t+k} - s_t \quad (3)$$

Em que  $s_{t+k}$  é o logaritmo da taxa de câmbio à vista esperada para o período  $t+k$ . Desta forma:

$$s_{t+k} - s_t = (f_{t,t+k} - s_t) + \eta_{t,t+k} \quad (4)$$

No qual  $\eta_{t,t+k}$  é um erro puramente aleatório.

De acordo com Lavoie (2015, p. 169), a equação (3) pode ser interpretada de maneiras diferentes: A primeira, de visão ortodoxa<sup>21</sup>, assume que as taxas de juros domésticas não podem ser maiores do que as taxas de juros mundiais, a não ser que haja expectativa de apreciação da moeda doméstica. Para taxas mundiais dadas, a taxa de juros doméstica é determinada pelas expectativas dos agentes em relação à evolução da taxa de câmbio, ou seja, no caso dos modelos ortodoxos, a expectativa é o que ocorre de fato.

Neste caso, é feita a hipótese de que os agentes acreditam no teorema da PPC, logo as expectativas a respeito dos valores futuros da taxa de câmbio dependem das expectativas a respeito da evolução dos preços domésticos em relação aos preços mundiais. O teorema da PPC implica uma economia aberta, na qual os Bancos Centrais não têm como controlar o nível da taxa de juros doméstica, uma vez que esta sempre será igual àquela estabelecida pelo mercado. Haverá uma diferença entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros estabelecida pelo mercado apenas se houver um engano na construção das expectativas, ou caso as taxas de inflação não tenham sido devidamente previstas. Isto acontece via efeito Fisher, segundo o qual, em cada país, as taxas de juros tendem a aumentar após elevações inflacionárias, conforme os preços se ajustam, e as pessoas passam a esperar taxas de inflação mais elevadas no futuro. Com a queda da inflação, os juros, pelos mesmos motivos, tendem a cair: quanto menor a taxa histórica de inflação, menor a taxa de juros.

---

<sup>21</sup> Estamos aqui utilizando a classificação proposta por Mollo (2004). Segundo ela, os modelos ortodoxos são aqueles que se utilizam da base da Teoria Quantitativa da Moeda, separando-se a dinâmica do “mercado real” da dinâmica do “mercado monetário”. De outra parte, estão os modelos heterodoxos, que trabalham com a intrínseca relação entre o “lado real” e o “monetário”, em que a moeda afeta motivos e decisões dos agentes.

Em outras palavras, segundo a teoria ortodoxa, não há desvio da paridade coberta de juros, a não ser que haja erros de previsão. A única explicação para a existência de um desvio da paridade coberta seria o fato de que algum agente externo (o Estado) estivesse provocando riscos indesejados, e uma dessas indicações seria a existência de “maus fundamentos macroeconômicos” – especialmente excesso de gastos.

Na segunda interpretação<sup>22</sup>, de acordo com Keynes e os autores pós-keynesianos, mesmo em um ambiente de integração financeira, com mobilidade perfeita de capitais, a autoridade monetária tem graus de manobra para fixar a taxa de juros doméstica no nível de sua escolha. Ou seja, em um nível de taxa de juros que possa favorecer o crescimento e o emprego, com baixo custo para o capital, podem ocorrer fluxos de recursos, mesmo quando a situação da paridade coberta de juros não é satisfeita. Capitais podem decidir dirigir-se ao país em questão, na expectativa de investimentos com potenciais de rendimentos futuros, por conta do comportamento esperado da demanda; capitais podem decidir dirigir-se ao país, sem efetuar cobertura de câmbio, preferindo correr o risco de que a expectativa do mercado futuro não se efetive e que o ingresso de recursos sem cobertura possa provocar ganhos adicionais. De outro modo, o ponto é que esta “determinação” dos juros não é inexorável e nem uma exigência intransponível. Este é um ponto importante para se discutir o grau de manobra da política macroeconômica de um país periférico. Um dos pontos a explicitar é que o câmbio denominado no mercado futuro não é meramente o previsor da expectativa do câmbio à vista. Ele envolve também um prêmio de risco.

Para a discussão que estamos desenvolvendo, referente à subordinação financeira dos países periféricos, nos interessa ainda avançar em duas questões: a da existência estrutural de um desvio da paridade coberta de juros, para o caso dos países periféricos, e cobrança de um prêmio de risco de câmbio; e a do caráter conjuntural e especulativo da variação desses prêmios.

---

<sup>22</sup>Em relação a esta teoria, alguns autores pós-keynesianos desenvolveram visões diferentes. Podemos citar, por exemplo, MarcLavoie (2000, 2002, 2003) e John Smithin (2002), que usam uma abordagem que ficou conhecida como *cambista view*, por adotar uma perspectiva horizontalista (*horizontalist perspective*); e Jan Kregel (1982), que assume uma perspectiva mais estruturalista ou fundamentalista (*structuralist perspective*). Nos dois casos, há consenso de que o Banco Central tem poder para determinar as taxas de juros reais. Para mais detalhes, ler Kaltenbrunner (2012).

Na verdade, observa-se concretamente a existência de um desvio da paridade coberta de juros. Em situação de abertura financeira, como há a presença de moedas vinculadas a países centrais e títulos vinculados a elas, considerados menos arriscados, o desvio da paridade coberta cobrado sobre as taxas de juros de países periféricos é estrutural e é um prêmio (uma rentabilidade adicional), por se abrir mão de moedas com maior grau de liquidez (BIAGE, CORRÊA e NEDER, 2008). Esta rentabilidade envolve a demanda de que a taxa do título doméstico em moeda nacional gere um *spread* sobre os juros cobrados por um título internacional seguro de mesmo prazo ( $i^*$ ).

A composição deste *spread*, no entanto, é bastante complexa, sendo que se convencionou chamá-lo de “risco-país”. Nestes termos, o risco-país corresponde à taxa de rentabilidade adicional que os aplicadores estão exigindo para comprarem títulos de dívidas relacionados a devedores dos países periféricos. Caso o título de dívida seja lançado no mercado internacional, em moeda forte (moeda conversível), teríamos que:  $i^*$  é a taxa de juros internacional de um título considerado seguro;  $i$  é a taxa de juros cobrada sobre um título de um devedor periférico lançado no mercado financeiro internacional.

Se o título fosse lançado no próprio país periférico, em sua moeda não conversível, teríamos que a taxa exigida envolveria a paridade coberta da taxa de juros mais um *spread de risco* – o mesmo risco-país. Dessa forma, teríamos:

$$i = i^* + \text{Risco-País} + (f_{t,t+k} - s_t) \quad (5)$$

$$\ln(1+i) = \ln(1+i^*) + \ln \Omega + \ln E(f_t/s_t) \quad (6)$$

Outro fator adicional a problematizar esta discussão é o de que nos mercados de futuros, contrariamente ao que a teoria da PCJ argumenta, as projeções dos agentes nos mercados financeiros (*forward premium*) não consideram unicamente a variação esperada do câmbio, mas levam também em conta um prêmio de risco de câmbio, que varia de acordo com a incerteza no mercado financeiro. A partir daí, teríamos:

$$i = i^* + \text{Risco-País} + \text{Forward Premium} \quad (7)$$

$$i = i^* + \text{Risco-País} + (\text{desvalorização esperada} + \text{prêmio de risco de câmbio}) \quad (8)$$

Concretamente, uma das formas desse indicador de risco-país é elaborada pelos investidores dos mercados financeiros internacionais, quando fazem uma comparação

entre o rendimento médio de uma carteira de títulos emitidos pela economia doméstica no exterior e o rendimento de títulos do tesouro norte-americano de prazo comparável (que são considerados livres de risco). Neste caso, o risco-país é a taxa de retorno atual da carteira hipotética, descontando-se o rendimento dos títulos do tesouro norte-americano<sup>23</sup>, sendo este o cálculo por trás, por exemplo, do índice EMBI+ (*Emerging Market Bond Index Plus*)<sup>24</sup>, calculado pelo JP Morgan Chase. O objetivo deste indicador é de capturar o risco “puro”, sem a influência do risco de câmbio. Quanto maior for esta diferença, mais custoso é, para um país, atrair capital estrangeiro, pois maior será o prêmio de risco exigido pelos investidores.

Existem também outros indicadores que são utilizados para avaliar o risco-país. Um exemplo são as avaliações de risco soberano, e uma das formas atuais é o nível dos CDS (*credit default swaps*) cobrados sobre os títulos negociados e que buscam seguro contra risco.

Colocadas estas questões, é preciso destacar uma questão fundamental, que diferencia a explicação da existência do risco-país para os ortodoxos e heterodoxos. Como foi comentado, para o primeiro grupo, o “desvio da paridade coberta” não existiria, a menos que houvesse erros de previsão ou que houvesse “riscos” causados por um agente exógeno ao modelo (o Estado). Neste sentido, a correção desse desvio, provocado pelo agente exógeno, levaria a economia de volta à trajetória de convergência das taxas de juros.

De outra parte, a perspectiva que parte de Keynes e dos pós-keynesianos indica que a existência do risco-país (ou seja, o desvio da paridade coberta de juros) é intrínseca à dinâmica do sistema monetário internacional, em que se apresenta hierarquia de moedas. Esta é um dos elementos da subordinação financeira estrutural dos países periféricos. Ela se mantém, independentemente de quão bons e ajustados estejam se apresentando os indicadores macroeconômicos. Outra indicação dessa subordinação é o fato de que os níveis deste risco são determinados pelo comportamento do mercado, que é altamente afetado por variáveis conjunturais e especulativas. Estas, por sua vez, são fortemente afetadas pelo comportamento dos mercados monetário e financeiro dos países centrais (CORRÊA, MOLLO & BIAGI,

---

<sup>23</sup>Esta diferença é chamada de *spread over treasury*.

<sup>24</sup>Este índice é composto por três tipos de instrumento de dívida dos países emergentes: bradies, eurobônus e empréstimos externos.

2006; DE CONTI, PRATES & PLIHON, 2014; BIANCARELLI, 2007). Esta dinâmica é tão forte que as economias periféricas tendem a apresentar ciclos reflexos dos ciclos financeiros globais (REZENDE & AMADO, 2007).

Um esclarecimento importante quanto à variação conjuntural do risco-país é a de que, em se tratando de um país que tenha uma moeda não conversível, não é possível emitir dívida externa denominada na própria moeda. Apesar de não influenciar diretamente a remuneração associada a títulos que já estão em mercado, a variação do risco-país serve como referência para novas emissões soberanas e privadas no mercado internacional. O nosso ponto é que estas variações não refletem meramente a percepção dos investidores sobre o país emissor do título; elas podem ser resultantes de movimentos especulativos.

Estes são fatores que afetam a dinâmica dos fluxos financeiros para os países periféricos, bem como sua remuneração. Variações na conjuntura e movimentos especulativos afetam os prêmios de risco e a dinâmica dos fluxos de capitais, dos juros e do câmbio. No entanto, os movimentos negativos dessas variações são continuamente vistos como sendo resultantes de problemas domésticos dos países periféricos, exigindo-se ajustes internos. Mais uma vez, os elementos vinculados à dinâmica especulativa dos mercados não é considerado e mantém-se a ideia irrealista da convergência das taxas de juros, a partir do domínio dos modelos que separam o “lado real” do “lado monetário”.

Na verdade, seguindo os comentários acima, essa “exigência de rentabilidade” não é inexorável. Em momentos de estabilidade, pode ocorrer de o país oferecer uma taxa de juros doméstica que não cubra a totalidade dos prêmios de risco e de câmbio e, mesmo assim, os capitais se dirigem ao país. Em primeiro lugar, conforme mencionado, os capitais podem estar vinculados a investimentos diretos mais estáveis; em segundo lugar, podem estar se dirigindo sem cobertura de câmbio. Ademais, dependendo da situação, o país pode ter um sistema financeiro interno capaz de financiar o investimento, ficando menos dependente desta dinâmica financeira. No entanto, é preciso destacar que a questão da dinâmica financeira deve estar acoplada à dinâmica do balanço de pagamentos em transações correntes. Nestes termos, a restrição externa estrutural é um empecilho a uma maior independência dos países periféricos quanto a demanda de recursos do exterior.

De qualquer forma, o que indicamos é que na dinâmica do mercado financeiro internacional, a posição dos países periféricos na captação de recursos é subordinada. Uma vez que se abra a conta de capitais e que fortes passivos externos se estabeleçam, uma reversão abrupta de recursos pode levar a que o país se submeta às “exigências” de rentabilidade dos aplicadores. Esta exigência de rentabilidade é importante especialmente nos momentos de instabilidade, já que, a qualquer perturbação no mercado, os investidores podem decidir liquidar seus ativos associados a países que são considerados mais arriscados, fazendo com que a opção que as autoridades monetárias têm para segurar uma grande fuga de capitais é ajustar a taxa de juros.

Em outras palavras, quando ocorre a reversão dos ciclos, a fuga em direção aos ativos líquidos (especialmente a moeda reserva de valor) é rápida e massiva, quanto maior forem os fluxos que podem reverter rapidamente a qualquer mudança conjuntural, justificando o que disse Théret (2007): “a crise revela a natureza da moeda”.

Ademais, nos momentos de instabilidade internacional, geram-se expectativas negativas que afetam rapidamente o mercado futuro de câmbio (indicação de expectativa de desvalorização). Ocorre também uma fuga dos títulos periféricos negociados no exterior, provocando uma queda no preço destes títulos e o consequente aumento do risco-país.

De forma correlata, os capitais dirigidos ao país em questão se retraem rapidamente, provocando uma rápida reversão na conta financeira do balanço de pagamentos. Então, para países periféricos, sem moeda forte e com forte presença de capitais voláteis em sua conta financeira, estes indicadores de mercado são importantes para o ingresso de recursos mais voláteis, que estão continuamente em busca de alta rentabilidade e querem preservar sua capacidade de se movimentar a qualquer momento.

Neste contexto, desde o momento em que se exacerbou o processo de liberalização financeira, vários autores vêm destacando o fato de que movimentos nos mercados financeiros internacionais podem gerar volatilidade em fluxos flexíveis dirigidos a países periféricos e esta própria volatilidade pode gerar um efeito cumulativamente negativo sobre expectativas, provocando novas reversões de recursos.

O que procuraremos destacar ao longo desta tese é o fato de que parcela importante dos fluxos de capitais que se dirigem a países periféricos em momentos de alta liquidez tem um perfil mais especulativo: buscam aplicações consideradas mais arriscadas (como as vinculadas a aplicações em ativos que envolvem moedas não conversíveis), exigindo uma rentabilidade extra<sup>25</sup>. Observa-se que quanto maior for a presença de capitais com grande capacidade de reversão, tanto mais sujeita à instabilidade estará esta economia. Nessa esteira, esta abordagem indica constantemente o perigo do volume excessivo destes capitais (GRIFFITH-JONES, 1998; GRIFFITH-JONES, 2003).

A argumentação é a de que o sistema financeiro internacional é desregulado e instável, sendo ele gerador de crises recorrentes, iniciadas na esfera financeira, mas que comprometem os setores produtivos (PLIHON, 1999). Com o advento da globalização financeira, as grandes empresas preferem se endividar nos mercados, emitindo títulos antes de tomar emprestado junto aos bancos. Neste contexto, com efeito, as empresas não são mais induzidas a investir e a crescer, porque o custo do endividamento é superior ao rendimento prospectivo do capital produtivo. Os investimentos financeiros, sob a forma de compra de títulos, tornam-se mais rentáveis.

Passa-se de uma “economia de endividamento” (*overdraft economy*), orientada para os investimentos produtivos financiados pelo endividamento junto aos bancos, a uma “economia de fundos próprios” (*autoeconomy*), onde as empresas buscam maximizar seus lucros pelas políticas de desendividamento e de aplicações financeiras. [...] É dentro deste contexto que se desenvolveu o “capital fictício”, isto é, os ativos financeiros negociáveis, cujo valor depende da situação do mercado e se encontra dissociado das vicissitudes do risco industrial. Como estes ativos são negociáveis no mercado, eles são mais líquidos que os créditos correspondentes aos do capital emprestado (os créditos dos bancos para com as empresas). Estas propriedades encorajam que se assumam posições especulativas cujo objetivo é, como já se viu, a realização do lucro nas operações que não têm como objeto o financiamento do capital produtivo (PLIHON, 1996, p.109).

Destaca-se, ademais, que a dinâmica instável dos capitais compromete o exercício de políticas nacionais, particularmente nos países periféricos (KREGEL, 1996), pois riscos e limitações são impostos a esses países, como consequência da dinâmica volátil dos fluxos financeiros internacionais.

---

<sup>25</sup>Nesta perspectiva, o risco-país pode ser tomado como uma medida deste *spread* exigido sobre os títulos considerados mais seguros.

Coutinho e Belluzo (1998) mostram que a dinâmica econômica é fortemente influenciada pelo ciclo de ativos financeiros, sendo que Braga (1997) destaca o papel das taxas de juros internacionais nas decisões dos principais agentes do sistema no que tange ao perfil de suas aplicações. Neste sentido, especialmente os fluxos financeiros relacionados a capitais que buscam aplicações com grande potencial de lucratividade e flexibilidade, são influenciados pelos ciclos financeiros internacionais – fortemente determinados pela dinâmica das taxas de juros dos países centrais. Estes aspectos, por sua vez, geram dificuldades ampliadas para o exercício das políticas macroeconômicas nos países periféricos, tendo em vista a interdependência dos mercados de moedas e finanças (MIRANDA, 1997).

Seguindo estes argumentos, a análise do perfil e da volatilidade dos fluxos financeiros dirigidos a países periféricos se coloca como um fator importante a ser abordado, quando se estuda a instabilidade e a vulnerabilidade financeira desses mesmos países, pois a alta instabilidade desses fluxos pode engendrar expectativas cumulativamente negativas, a depender do momento do ciclo financeiro em que se esteja. Pode, ademais, provocar reações defensivas por parte das autoridades monetárias domésticas no sentido de frear a queda da taxa de juros, mesmo quando os indicadores macroeconômicos domésticos melhoram.

A análise proposta nesta tese do perfil do balanço de pagamentos e da volatilidade dos fluxos financeiros dirigidos a países periféricos se distingue da perspectiva apresentada pelos modelos ortodoxos, mesmo considerando que estes, recentemente, também tenham levantado a problemática dos fluxos de capitais mais voláteis. Isto porque a perspectiva que parte de Keynes indica que a especulação e a instabilidade são endógenas ao sistema, sendo que incorporamos a essa questão do avanço das inovações financeiras a discussão da hierarquia das moedas para mostrar o caráter estruturalmente subordinado das moedas periféricas. A incorporação da discussão da dinâmica mais complexa dos juros e do câmbio na atualidade faz parte desse cenário, no qual elementos especulativos e expectacionais são importantes para a compreensão da especificidade dos países periféricos. No próximo item, analisamos o processo de liberalização financeira à luz do conceito de subordinação financeira desenvolvido, abrindo espaço para a discussão da vulnerabilidade financeira, que será tratada no próximo capítulo.

#### 1.4 O processo de Liberalização financeira dos anos 1990: a dinâmica concreta da subordinação e o aprofundamento dos ciclos reflexos

Um dos debates importantes depois década de 1990 tem sido o que analisa os efeitos da liberalização (ou desregulamentação) financeira e da globalização financeira, sendo que os países periféricos sofrem diretamente com esse processo. Seguindo a perspectiva que estamos desenvolvendo ao longo do presente capítulo, também aqui abordamos essa problemática, considerando a posição da concepção de moeda. De um lado, os que não a consideram central na tomada de decisões – classificados aqui como “ortodoxos” e, de outro, aqueles que tomam as relações entre os lados real e monetário como inexoravelmente interligadas – puxando especialmente a abordagem keynesiana e pós-keynesiana.

A visão ortodoxa ou *mainstream* defende a liberdade dos mercados e entende que a liberalização financeira foi benéfica para os países em desenvolvimento. Segundo Prates (1997), o *mainstream* possui seis argumentos a favor deste processo: (i) aumento da eficiência na alocação global de recursos; (ii) maior mobilização da poupança externa<sup>26</sup>; (iii) alocação intertemporal dos gastos<sup>27</sup>; (iv) diversificação de riscos por parte de investidores individuais; (v) aumento da eficiência dos sistema financeiro<sup>28</sup> e (vi) aumento da credibilidade das autoridades monetárias<sup>29</sup>.

De acordo com estes argumentos, à medida que há abertura comercial e financeira, permite-se um equilíbrio na disponibilidade dos fatores de produção. Este argumento é derivado do modelo de Hecksher-Ohlin. Nele, ao passo que os fluxos de capitais se direcionam para os países em desenvolvimento, haveria um aumento da disponibilidade de capital, o que acabaria tornando os preços dos ativos homogêneos entre países, inclusive as taxas de juros, fazendo com que os mercados financeiros se tornem mais eficientes. Na medida em que a poupança dos outros países se direcionasse aos países em desenvolvimento, estes poderiam superar suas deficiências estruturais, o que levaria a maiores taxas de investimento, crescimento e desenvolvimento.

---

<sup>26</sup>Ao complementar a poupança interna, as taxas de investimento e crescimento econômico aumentariam.

<sup>27</sup>Os fluxos internacionais de capital poderiam reduzir os custos associados às diferenças intertemporais entre produção e consumo.

<sup>28</sup>Possibilidade de especialização na oferta de serviços financeiros, maior concorrência e redução da margem de intermediação.

<sup>29</sup>A existência de plena convertibilidade e mobilidade do capital interacional levaria a uma perda do controle sobre a oferta de moeda por parte destas autoridades monetárias, limitando, assim, os graus de liberdade para a aplicação de políticas inadequadas (McKINNON, 1988).

Para esta vertente, a abertura comercial e financeira levaria, portanto, ao aumento das taxas de crescimento dos países em desenvolvimento, uma vez que estes, ao absorverem a poupança externa através de uma entrada líquida de fluxos de capitais, apresentariam um aumento da taxa de investimento e, por conseguinte, crescimento econômico. A expansão da renda interna possibilitaria o aumento da poupança doméstica e do investimento, criando-se a base para uma expansão econômica sustentada.

O diagnóstico dos benefícios da liberalização financeira está então ligado a uma visão de que seria possível definir práticas de políticas econômicas “corretas” e unanimemente reconhecidas como tal (BIANCARELLI, 2007), sendo que a livre movimentação de moedas e mercadorias é um dos elementos balizadores da análise, como já destacado anteriormente ao longo do presente capítulo. O avanço dos modelos novo-clássicos e também os novos keynesianos, a partir dos anos 1990, entronizam essa perspectiva, avançando-se também no conceito de “credibilidade”.

Concretamente, mesmo após a liberalização financeira, os capitais não fluem para os países periféricos. Este *puzzle* foi inicialmente discutido no famoso artigo de Robert Lucas em 1990, muitas vezes referido como o “Paradoxo de Lucas”. As explicações teóricas para este paradoxo podem ser agrupadas em duas categorias no grupo do que estamos chamando de *mainstream*.

O primeiro grupo, ligado à perspectiva das expectativas racionais, atribui a quantidade limitada de capital recebido pelas nações mais pobres às diferenças nos “fundamentos”, que afetam a estrutura produtiva da economia, tais como diferenças tecnológicas, de fatores de produção (LUCAS, 1990), bem como a estrutura institucional Obstfeld & Taylor (2004, cap. 8). O segundo grupo de explicações, ligado ao debate de *moral hazard*, incide sobre as imperfeições do mercado internacional, principalmente risco soberano (risco de nacionalização) e de informação assimétrica. Embora o retorno esperado sobre o investimento possa ser alto em muitos países em desenvolvimento, o capital não flui para estes países como deveria devido ao elevado nível de incerteza (entendida como informação incompleta) associado com esses retornos esperados. Nesses termos, para esses dois grupos, os insucessos da liberalização estariam associados a desajustes dos próprios países ou a imperfeições de mercado.

Confirmando essa perspectiva, em seu livro *Global capital market: integration crisis and growth*, Obsfeld e Taylor (2004) observaram que após a liberalização financeira, os fluxos de capitais, com o objetivo de se diversificar (*diversification finance*), se dão cada vez mais entre países ricos, sendo que os países periféricos têm ainda menos acesso aos capitais internacionais do que anteriormente, não havendo um fluxo de capitais para o desenvolvimento (*development finance*). Para explicar este resultado, os autores argumentam que existem deficiências institucionais dos países potencialmente recebedores dos fluxos de capital, particularmente a falta de garantias ao direito de propriedade.

A visão alternativa, ligada aos modelos heterodoxos de concepção teórica baseada nos trabalhos de Keynes e dos pós-keynesianos, considera a economia capitalista uma “economia monetária de produção”, na qual a moeda não é neutra, e é impossível obter-se informação completa e os mercados são intrinsecamente instáveis<sup>30</sup>. No caso da perspectiva keynesiana, a questão da instabilidade é endógena ao modelo, não sendo resultante de problemas institucionais ou de “falhas de mercado”. Assim, como vimos na discussão a partir da segunda parte desse capítulo, acerca dos desequilíbrios dos balanços de pagamento, partindo-se de Keynes, estão presentes três questões: o papel da criação de moeda a partir de operações contábeis extravasando as fronteiras nacionais; a existência de hierarquias monetárias internacionais; e a existência de especulação. É uma abordagem distinta.

No entanto, a perspectiva teórica por detrás da defesa da liberalização domina o cenário, sendo que a “primeira onda” de medidas de liberalização financeira tomadas pelos países do cone sul aconteceu no início dos anos 1980, no período de avanço do processo de globalização financeira, desregulamentação e liberalização monetária e financeira, securitização e institucionalização das poupanças. A adaptação da doutrina de liberalização deu origem ao “Consenso de Washington”, formulado em novembro de 1989 por economistas de instituições financeiras como o FMI, o Banco Mundial e o departamento do Tesouro dos Estados Unidos.

O Consenso de Washington consiste em um conjunto de medidas de caráter liberal, que foram adotadas pelos países periféricos no começo dos anos 1990. Ao assinar o

---

<sup>30</sup>Portanto, reformas microeconômicas são insuficientes para conter a instabilidade.

Consenso, os países se comprometeram a zelar pela disciplina fiscal, redução dos gastos públicos, reforma tributária, juros de mercado, câmbio de mercado, abertura comercial, eliminação de restrições ao investimento estrangeiro direto, privatização das estatais, desregulamentação (afrouxamento das leis econômicas e trabalhistas) e direito à propriedade intelectual.

O referencial teórico que está por trás da formulação destas medidas é o dos modelos de primeira geração, cujo precursor é Krugman (1979), assim como os de segunda geração, cuja referência é Obstfeld (1994). Segundo estes modelos, a existência de “maus fundamentos macroeconômicos” explicaria o advento de fugas de recursos de capitais em momentos de crise. Nessa interpretação, a melhora dos fundamentos macroeconômicos constituiria o principal determinante do retorno dos fluxos de capitais voluntários na década de 1990. O problema da vulnerabilidade externa no advento desta explicação não se coloca, uma vez que os mercados são considerados eficientes e a possibilidade de uma reversão abrupta de recursos não o é.

Os modelos novos clássicos e novos keynesianos mais recentes (de terceira geração) aceitam a possibilidade de surgimento de reversões abruptas de fluxos financeiros em países que não enfrentavam uma deterioração em seus fundamentos econômicos<sup>31</sup>. Estes modelos levantam questões que têm relação com o acesso a informações, com o comportamento dos intermediários financeiros e com efeitos de liquidez.

Os modelos de terceira geração consideram que os processos de estabilização e as reformas implementadas são insuficientes porque os mercados têm informações assimétricas (FURMAN E STIGLITZ, 1998). (Estas assimetrias levam a consequências: i) racionamento de crédito por falta de informações; ii) seleção adversa por conta da impossibilidade de hierarquizar corretamente os planos de investimento segundo suas diferentes viabilidades (EICHENGREEN, 1999; MISHKIN, 2000); iii) ocorrência de risco moral em que a existência de emprestadores de última instância com atuação não seletiva leva os agentes em dificuldade a se sentirem seguros para continuar se endividando e aplicando em operações cada vez mais arriscadas (DEMIRGÜC-KUNT e DETRAGIACHE, 1998)<sup>32</sup>; iv) geração de comportamento de manada, pois os agentes

---

<sup>31</sup> Como foi o caso da crise da Ásia.

<sup>32</sup> Seguindo a perspectiva dos modelos novos keynesianos, a questão do Risco Moral (*moral hazard*) teria sido a explicação, por exemplo, para a crise da Ásia, que teria ocorrido por conta da existência de um

sem informações corretas procuram seguir aqueles que eles creem ter as ditas informações.

De acordo com Motta Veiga e Ríos (2007, p. 15-16), na segunda metade da década de 1990, na ocasião de sucessivas crises econômicas e impactos negativos enfrentados pelos países sul-americanos, avançam os questionamentos à lógica da liberalização. Para autores que criticavam essa perspectiva ficava explícito que as reformas liberais implementadas no início desta década e as transformações financeiras da década de 1980 haviam provocado um aumento da vulnerabilidade externa e da dependência financeira dos países (CHESNAIS, 1996; BOURGUINAT, 1992; AGLIETTA, 1995; PRATES, 1997).

Esta interpretação está ligada aos modelos heterodoxos de concepção teórica baseada nos trabalhos de Keynes e dos pós-keynesianos, anteriormente citados. Segundo esta vertente, a partir dos anos 1980, houve uma mudança sistêmica na dinâmica financeira internacional, de modo que os fluxos financeiros avançaram em sua determinação especulativa vis-à-vis a lógica produtiva. Segundo essa interpretação, o retorno de recursos aos países latino-americanos, a partir do final da década de 1980, esteve, portanto, fortemente ligado à dinâmica financeira internacional e ao ciclo econômico dos países centrais, num momento de uma baixa taxa de juros dos Estados Unidos e dos países centrais e de forte liquidez.

Analisando-se especialmente o caso da América Latina, o que se observa é que, como consequência desse processo (abertura financeira, juros internacionais baixos, juros altos nos países periféricos), ocorreu significativa entrada de recursos nos países da região e uma tendência de apreciação do câmbio real, fato considerado também pelas análises *mainstream* (CALVO, LEIDERMAN e REINHART, 1993). Outro fato também explicitado foi o da rápida valorização do câmbio, observando-se que grande parte dos países periféricos passou a intervir no mercado cambial, gerando acumulação de reservas (MONTIEL, P. e REINHART, C. M., 1999).

Este mix de políticas gerou expressivo ingresso de capitais entre 1990 e 1997 na América Latina, mas, contrariamente às interpretações acima, a perspectiva que estamos trabalhando destaca o ingresso expressivo de capitais, mesmo antes de os países da

---

volume de empréstimos mal selecionados e superiores ao das reservas do país (CORSETTI, PASENTI & ROUBINI, 1998).

região terem melhorado seus indicadores de endividamento externo, de inflação e de crescimento. São entradas massivas de recursos, dirigidos especialmente aos países da região que apresentam mercados financeiros mais complexos, e ofertam importantes diferenciais de juros, como o Brasil e a Argentina, além do México (não inclui a América do Sul e não será considerada em nosso estudo).

Do ponto de vista do ingresso de capitais, o que percebemos é que, com a queda das taxas de juros internacionais e o aumento da liquidez, a partir do final da década de 1980, os capitais passaram a procurar por destinos que proporcionassem uma maior valorização de suas riquezas financeiras. Os países do Cone Sul, devido às taxas de juros elevadas e ao processo paulatino de abertura financeira, tornaram-se atrativos dentro deste contexto, uma vez que podiam ofertar uma alta rentabilidade financeira. Neste período, houve forte movimento de liquidez de recursos, via conta financeira do Balanço de Pagamentos.

Concretamente, o que se observou foi o fato de que, com o avanço da liberalização financeira, houve um crescimento do volume dos fluxos de capitais, situação que ocorreu em conjunto com o avanço do processo de securitização e das operações com os mercados de derivativos. Desde o final dos anos 1980, já se observava este processo, que veio com o processo de desregulamentação dos mercados e de abertura comercial e financeira. Neste contexto, grande parte do endividamento externo dos países que receberam esse afluxo expressivo passou a ser feito através do processo de lançamento de títulos de dívida direta, com forte entrada de Investimentos em Carteira, o que pode ser observado para o Brasil, México e também Argentina, e com uma dinâmica menos expressiva, no caso da Colômbia. Nos demais países, observou-se a entrada de recursos via bancos, mas também é importante destacar que os países residentes (especialmente fundos de pensão) saem procurando aplicações financeiras alternativas e rentáveis, quando o mercado doméstico é pouco desenvolvido – como é o caso da Venezuela e mesmo do Chile.

Assim, no caso dos países periféricos, o processo de abertura permitiu a entrada de investidores estrangeiros nos mercados domésticos para aplicar em títulos e, de outra parte, permitiu também que investidores domésticos efetuassem aplicações nos mercados externos e que pudessem lançar títulos de dívida nestes mercados.

No contexto do retorno dos fluxos de capitais aos países periféricos, ao longo dos anos 1990, observou-se o crescimento expressivo do volume desses fluxos. No caso específico da América do Sul, a indicação dos defensores do processo de liberalização<sup>33</sup> foi a de que tal situação seria o resultado do ajuste efetuado pelos países da região no sentido de melhorar seus “fundamentos macroeconômicos”. De fato, concretamente, observou-se que estes países melhoraram sua situação inflacionária, reduziram suas dívidas públicas, efetuaram processos de abertura comercial e financeira, reduziram a participação do Estado na economia e houve uma renegociação das dívidas externas.

Entretanto, argumentamos que os fluxos foram determinados fortemente por uma dinâmica exógena aos países e por fatores conjunturais que podiam ser revertidos a qualquer momento. Note-se que à medida que os fluxos mais flexíveis (como os de Investimentos em Carteira, Moedas e Depósitos e Derivativos) podem reverter rapidamente quando a conjuntura muda, isso provoca efeitos de saídas expressivas de recursos em países periféricos, que provocam efeitos contágio sobre os países periféricos e que também afetam os fluxos de empréstimos dirigidos aos países impactados pelo efeito contágio. A vulnerabilidade dos países periféricos a este cenário é muito maior do que a observada quando a dinâmica era ditada por fluxos bancários. Nesta esteira, nosso ponto é o de que os países periféricos, que têm uma situação estruturalmente subordinada em termos das finanças internacionais, viram sua situação de vulnerabilidade aumentar, sendo esse o foco de nossa tese à medida que avançou o processo de securitização.

Dessa forma, a abordagem que estamos considerando destaca os efeitos negativos dessa dinâmica:

a) Na acumulação da dívida pública, porque o aumento das reservas gera impactos inflacionários, que provocam a desmonetização pela via do lançamento de títulos da dívida interna. O diferencial de juros entre as aplicações das reservas nos mercados globais e aquele pago pela dívida mobiliária lançada, por sua vez, provocando novos lançamentos de dívida para o pagamento da diferença e levando ao aumento da Dívida Líquida do Setor Público;

---

<sup>33</sup>McKinnon, Shaw, Krueger, *staff* do banco mundial, dentre outros.

- b) No crescimento econômico, devido principalmente ao alto nível das taxas domésticas de juros, relacionada aos movimentos especulativos vinculados aos altos níveis do risco-país, mesmo quando os países melhoravam seus “fundamentos”;
- c) Na balança comercial, porque a valorização do câmbio e a abertura comercial geraram forte entrada de importações, enquanto as exportações ficaram desestimuladas;
- d) Na estabilidade do balanço de pagamentos, porque a forte entrada de recursos pela conta capital e financeira provocou grandes pagamentos de juros e remessas de lucros (conta serviços), ao mesmo tempo em que a balança comercial apresentava deterioração. Isto gerava aumento da necessidade de entrada de recursos externos no país para fechar o balanço de pagamentos.

Dessa forma, o ponto que levantamos é o de que o processo de ampla liberalização comercial e financeira gerou uma situação de maior vulnerabilidade aos países periféricos – especialmente daqueles que receberam altos montantes de fluxos especulativos. Esta é uma questão que se agrega à perspectiva da restrição externa ligada ao perfil da estrutura produtiva, fato que buscamos construir ao longo do presente capítulo.

### **1.5 Considerações finais do capítulo**

Iniciamos o capítulo retomando a discussão da especificidade dos países periféricos a partir da abordagem estruturalista, destacando os aspectos ligados à questão da estrutura produtiva, mas incorporando a análise da hierarquia das moedas. Integramos a discussão da subordinação financeira como parte componente da abordagem estruturalista.

Ademais, abordamos a evolução da globalização financeira e das inovações financeiras que flexibilizam os fluxos de recursos interpaíses e integram fortemente os mercados. Nesse contexto, mostramos que dentro da chamada tradição heterodoxa houve diversos avanços com relação à compreensão dos determinantes dos fluxos de capitais na atualidade, sendo essa discussão compatível com a discussão da hierarquia das moedas e de subordinação financeira dos países periféricos e mostrando, ainda que a questão da determinação dos juros nesses países envolve componentes especulativos concernentes aos níveis do “risco-país” e do “risco de câmbio”.

A partir daí, relacionamos a indicação de que o avanço da internacionalização financeira, do processo de securitização e da abertura financeira magnificaram a instabilidade dos fluxos dirigidos aos países periféricos e que exigem diferenciais de juros para se dirigirem a eles, sendo essa abordagem compatível com a discussão de autores pós-keynesianos e com a abordagem estruturalista.

O que se coloca é que, à medida que os mercados passam a estar cada vez mais interligados, os movimentos da política econômica dos países que têm “moeda forte” afetam diretamente os fluxos financeiros dos países que têm “moeda fraca”. Por meio de movimentos (ou expectativa de movimento) de retração/aumento das taxas de juros dos países centrais se efetivam impactos de expansão/fugas sobre os fluxos vinculados a países periféricos. Ou seja, a questão central é a de que o ciclo das finanças internacionais afeta diretamente os países periféricos de forma reflexa. Este ponto foi ressaltado por Rezende e Amado (2007) e será mais bem estudado ao longo desta tese.

Um dos pontos importantes que destacamos é o de que, desde o fim da década de 1980, observou-se o avanço da emissão de títulos de dívida direta, seja por agentes individuais, por governos ou firmas, como fonte de financiamento, e isto veio articulado ao avanço dos mercados de derivativos. Neste contexto, vimos que a discussão da hierarquia das moedas é fundamental para compreender a análise da movimentação de fluxos de capitais na compra e venda de títulos financeiros e de como há diferenças importantes entre países periféricos e centrais no recebimento desses fluxos, fato que não é meramente explicado por “fundamentos econômicos”.

Essa discussão abre a compreensão da importância do debate do perigo dos fluxos flexíveis e que são fortemente influenciados por fatores conjunturais e da dinâmica da liquidez dos mercados financeiros interligados sobre os países periféricos, mais especificamente os da América do Sul – foco da presente tese. A relação entre fluxos dirigidos a países periféricos e a dinâmica da liquidez global é um dos aspectos essenciais a se tratar.

De outra parte, essa discussão nos remete ao perfil dos mercados financeiros dos países periféricos que estão atraindo os fluxos. No caso da maioria dos países sul-americanos, observamos a existência de mercados financeiros pouco complexos e pouco desenvolvidos, se comparados a outros países periféricos como os do Leste Asiático, tendo em vista que o acesso ao capital para os primeiros, em momentos de crise, ainda é

bastante escasso e caro. Nesses termos, a análise do direcionamento de recursos aos países periféricos também precisa considerar essa questão.

Camara Neto e Vernengo (2009) ressaltam esse fato para indicar o limite ao acesso a recursos financeiros na atualidade. Eles argumentam que os países da América Latina têm mercados financeiros mais “rasos”, quando comparados aos mercados dos países do leste asiático. Usam como *proxy* da profundidade do mercado financeiro a razão M2/PIB e observam que a profundidade dos países latino-americanos é a metade da profundidade observada para os asiáticos. Considerando este aspecto, os países asiáticos se encontrariam em uma melhor posição na pirâmide de divisas do que os países da América Latina, sendo os asiáticos, portanto, menos expostos aos efeitos da trindade impossível.

Assim, a discussão acerca da complexidade do debate da vulnerabilidade financeira engloba múltiplos debates.

Para os propósitos de nossa tese, passaremos nos próximos capítulos pelas seguintes discussões: (i) a referente ao conceito de vulnerabilidade que se pretende considerar, avançando com uma proposta de análise conjugada da verificação de estoques e fluxos do balanço de pagamentos; (ii) a do estudo da relação entre os fluxos que influenciam a volatilidade da conta financeira dos diferentes países estudados e fatores conjunturais; e (iii) a referente à análise do avanço da integração financeira na América do Sul, incorporando a preocupação da questão do perfil dos fluxos financeiros recebidos pelos países da América do Sul. Esses aspectos serão levantados nos próximos capítulos, nos quais procuraremos considerar uma periodicidade (melhor detalhada no capítulo 3), que leve em conta os momentos de expansão e retração da liquidez dos mercados financeiros interligados.

## 2 CONCEITO DE VULNERABILIDADE EXTERNA FINANCEIRA: UMA ANÁLISE PARA OS PAÍSES DA AMÉRICA DO SUL

A vulnerabilidade externa é um tema bastante estudado na literatura econômica. A análise geralmente é feita com indicadores síntese, ligados ao volume do endividamento externo do país sobre a análise e capacidade de pagamento da dívida. O diagnóstico por detrás da construção destes indicadores está historicamente ligado à interpretação ortodoxa dos ciclos econômicos. De acordo com este conceito, indicadores de dívida pública de má qualidade implicam a existência de maus fundamentos. Estes indicadores de dívida também sinalizam um excesso de gastos, que gera o excesso de endividamento externo. Estes desequilíbrios externos implicam em excessos de serviços de dívida vis-à-vis à capacidade de pagamento.

A presença de “maus fundamentos” passa ao mercado um sinal negativo, indicando que investir neste determinado país seria arriscado, visto que ele não quita suas dívidas com responsabilidade. De acordo com esta argumentação, os agentes racionais tomam suas decisões de investimento baseados em suas expectativas a respeito do futuro e constroem-nas de acordo com a situação dos fundamentos macroeconômicos.

Estas estatísticas buscam informar a capacidade de pagamento da dívida externa, e influenciam no cálculo do chamado risco soberano<sup>34</sup>. A partir daí, este tipo de indicador é usado pelas agências de classificação de risco que avaliam, atribuem notas e classificam os instrumentos de endividamento vinculados aos governos ou empresas de um determinado país. As notas refletiriam os riscos envolvidos na aplicação deste tipo de ativo (para quem compra e passivo para quem emite) e notas mais baixas envolveriam a indicação de que o devedor seria “mal pagador”. Quando esse risco de inadimplência se refere a operações de empréstimo concedido a um Estado Soberano ou ao seu Banco Central, considera-se que a nota reflete o chamado risco soberano.

Neste capítulo, seguimos a interpretação de que devido ao perfil da dinâmica financeira internacional contemporânea há um fator adicional que envolve um componente especulativo, não considerado na análise dos indicadores tradicionais que é

---

<sup>34</sup> Conforme comentado no Capítulo 1, o conceito de risco soberano, teoricamente, envolveria a observação de uma série de indicadores. No entanto, conforme comentado no mesmo capítulo, pode-se questionar se as agências que calculam tais riscos os consideram, de fato ou se os movimentos dos mesmos são afetados por fatores conjunturais e também especulativos.

importante na análise da vulnerabilidade externa, principalmente em se tratando de países periféricos. Ao longo deste capítulo será proposta uma nova análise da vulnerabilidade financeira que incorpora a avaliação do perfil dos fluxos financeiros que se dirigem aos países e que compõem os estoques de ativos e passivos da conta financeira de alguns países selecionados da América do Sul. Os indicadores tradicionais não levam em conta a vulnerabilidade envolvida da captação de altos níveis de recursos através das contas de ações e títulos de renda fixa negociados no país, além de não incorporarem a diferença entre os países quanto ao peso destes fluxos em suas contas financeiras.

Como vimos no capítulo anterior, países como os sul-americanos têm uma posição subordinada em relação ao exterior, fato ligado ao perfil da estrutura produtiva do país em relação aos países centrais e ao perfil de comércio que se estabelece. Este fato implica uma pauta de exportação formada por *commodities* e uma pauta de importação composta por produtos ricos em capital, o que gera um déficit estrutural na conta-corrente do balanço de pagamentos, fato ressaltado pela doutrina estruturalista.

Para chegar à importância do componente especulativo e entender a vulnerabilidade externa em países periféricos, parte-se das discussões vinculadas ao debate do crescimento com restrição externa do balanço de pagamentos. Esta doutrina argumenta que a existência de restrições advindas da estrutura produtiva impede a expansão sustentada da demanda de forma compatível com o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos.

Considera-se importante acompanhar a evolução da análise ligada ao conceito de restrição externa do balanço de pagamentos para entender os determinantes dos fluxos da conta capital e financeira, objeto central do estudo proposto neste capítulo. Ao longo dos anos, o debate ligado à restrição externa do balanço de pagamentos vem incorporando o lado da sua questão financeira, tratando dos volumes dos fluxos e de pagamentos de juros, sendo que alguns deles chegam a levantar a possibilidade da reversão dos fluxos, aspecto central em nosso estudo.

Ao longo deste capítulo, procura-se incorporar elementos adicionais à própria discussão da restrição externa, explicitando a questão da fragilidade financeira dos países periféricos (que, portanto, não têm moeda forte), vinculada à possibilidade da reversão abrupta e inesperada de fluxos e ao fato de que esta própria questão provoca impactos sobre juros e câmbio, que têm a ver com fatores não controláveis pelo país. O

objetivo final é propor uma análise alternativa à tradicional através da análise dos estoques e fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos de alguns países selecionados da América do Sul. Esta análise procura ressaltar como as especificidades destes países influenciam no perfil do seu balanço de pagamentos, tornando a análise da vulnerabilidade financeira mais complexa do que os indicadores tradicionais de vulnerabilidade financeira deixam transparecer.

Este capítulo está dividido em cinco seções. Na primeira, apresenta-se a evolução do debate ligado à restrição externa do balanço de pagamentos e à incorporação da dimensão financeira ao longo dos anos. Na segunda, expõem-se alguns indicadores já propostos pela literatura para tratar o problema da vulnerabilidade externa. Na terceira, discutem-se os limites dos indicadores tradicionais para lidar com a possibilidade da reversão abrupta de recursos em economias periféricas. Na quarta, propõe-se uma metodologia alternativa à tradicional para compreender a estrutura do balanço de pagamento dos países periféricos para tentar melhor compreender a reversão abrupta de recursos e, por fim, na última sessão, aplica-se esta metodologia a alguns países selecionados da América do Sul.

### **2.1 Especificidade dos países periféricos, restrição externa e vulnerabilidade**

Em um ambiente de finanças globalizadas e liberalizadas, cabe ressaltar que uma restrição fundamental à expansão sustentada da renda é constituída pelo equilíbrio do balanço de pagamentos. A restrição do balanço de pagamentos é particularmente relevante no caso de países periféricos, num mundo onde desequilíbrios externos não são automaticamente corrigidos por intermédio do sistema de preços relativos.

Alguns autores argumentam que, em uma economia aberta, um dos fatores que tem maior influência sobre a demanda e, portanto, sobre o crescimento, é o balanço de pagamentos. Kaldor (1994) enfatiza a evolução das exportações líquidas como o principal componente da demanda final. Partindo dessa concepção, autores como Thirlwall (1979), McCombie e Thirlwall (1994), Dixon e Thirlwall (1994) a formalizaram com modelos de crescimento liderados pelas exportações.

A consideração desta hipótese, que implica na utilização de “multiplicador do comércio exterior de Harrod” (em termos reais constantes de comércio e equilíbrio do balanço de pagamentos), conduz à conclusão de que a taxa de crescimento da economia é dada pelo quociente entre a taxa de crescimento das exportações e a elasticidade-renda

da demanda por importações. Conseqüentemente, o desempenho das exportações e importações, de acordo com os pressupostos do modelo, desempenha um papel decisivo no crescimento econômico, bem como nas restrições ao crescimento, uma vez que déficits em conta-corrente do balanço de pagamentos podem restringir o crescimento da economia. O argumento seria que a balança de pagamentos, quando não equilibrada, representaria uma barreira ao crescimento. Se o país apresenta problemas na balança de pagamentos, ele deve restringir o crescimento, impedindo que a economia utilize plenamente sua capacidade produtiva.

A Lei de Verdoorn estabelece uma relação positiva entre a taxa de crescimento da produtividade média do trabalho e o crescimento do produto, de modo que esta relação é estimulada sob condições de retorno crescente de escala. De acordo com esta lei, o crescimento mais rápido na produção aumenta a produtividade devido aos retornos crescentes. A Lei de Verdoorn difere da hipótese habitual de que o crescimento da produtividade é principalmente explicado pela evolução dos conhecimentos no domínio da ciência e tecnologia, argumento típico de modelos neoclássicos de crescimento (por exemplo, o modelo de Solow). A lei é geralmente associada a modelos de causalidade cumulativa de crescimento, em que a demanda (e não a oferta) determina o ritmo de acumulação.

Kaldor e Thirlwall desenvolveram seus modelos de crescimento liderados pelas exportações com base na lei de Verdoorn. Para um dado país, uma expansão do setor de exportação pode causar especialização na produção de exportados, o que aumenta o nível de produtividade e o nível de competências no setor de exportação. Este pode, então, levar a uma realocação de recursos do setor menos eficiente de não comercializáveis para o setor mais produtivo de exportados, com preços mais baixos para produtos comercializados e maior competitividade. Esta mudança de produtividade pode, então, levar as exportações e o produto a crescer.

Levando em conta estas considerações, Thirlwall (1979) mostra que, para vários países, a taxa de crescimento nunca excede a razão entre a taxa de crescimento de exportação e a elasticidade-renda da demanda de importação. Isto implica que o crescimento é limitado pelo equilíbrio do balanço de pagamentos. Este resultado é conhecido como lei de Thirlwall. De acordo com esta lei, a taxa de crescimento de um país não pode exceder a taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos,

pelo menos no longo prazo, uma vez que o aumento dos déficits em conta-corrente – financiado pelo ingresso líquido de recursos em conta de capital (autônoma + reservas) aumenta o risco de desvalorização da taxa de câmbio até que um ajuste recessivo se torna inevitável. Além disso, o aumento dos déficits em conta-corrente levaria à adoção de taxas de juros mais elevadas, a fim de atrair fluxos de capital, estimulando o “lado financeiro” da economia e prejudicando o seu “lado real”. Assim, o bom funcionamento destes modelos depende dos pressupostos iniciais sobre o equilíbrio da balança de pagamentos e termos reais de comércio constantes.

Ademais, para os propósitos de nosso trabalho, poderíamos inferir que um desequilíbrio provocado pela restrição das exportações levaria a um aumento da vulnerabilidade externa, pois os déficits em conta-corrente provocariam um aumento da necessidade de recursos a ser suprido pela conta capital. Isto poderia ser financiado pelo aumento de empréstimos, o que causaria um aumento da dívida externa. Na medida em que a restrição externa estivesse influenciando negativamente sobre o crescimento do produto, veríamos o indicador dívida externa/PIB crescer, podendo também crescer o indicador pagamento de juros/PIB. Os indicadores que levam em conta a exportação como denominador também tenderiam a piorar.

No modelo desenvolvido por Thirlwall, o equilíbrio de longo prazo do balanço de pagamentos é, por definição, igual ao equilíbrio em transações correntes. No caso de uma economia em crescimento, esse equilíbrio requer que a taxa de crescimento do valor das importações seja igual ao crescimento do valor das exportações de bens e serviços. Supondo o câmbio real constante no longo prazo, o crescimento da renda doméstica se ajusta de modo a garantir a solvência dos pagamentos em moeda estrangeira. As elasticidades de preço e renda das exportações e importações são parâmetros no modelo, refletindo a estrutura produtiva da economia, bem como o padrão de especialização vigente no comércio internacional como decorrência da divisão internacional do trabalho.

Uma segunda contribuição fundamental dessa abordagem refere-se à importância vital conferida aos aspectos estruturais que determinam a natureza das exportações e importações do país. Em particular, se a estrutura produtiva da economia e sua inserção no comércio internacional resultam na combinação de uma elevada elasticidade-renda da demanda por importações e uma baixa elasticidade-renda da

demanda pelos produtos exportados, seu crescimento de longo prazo tende a ser reduzido vis-à-vis o crescimento da economia mundial.

A partir daí chega-se à especificidade dos países periféricos, gerando discussões compatíveis com a abordagem estruturalista. Kaldor (1994), McCombie e Thirlwall (1994) e Prebisch (2000) afirmam que o crescimento das economias periféricas tende a ser acompanhado pelo surgimento de déficits externos. Esse surgimento está relacionado ao processo de crescimento peculiar de países e à necessidade de aumentar suas importações de bens de capital, insumos e bens intermediários, que não são fornecidos no mercado interno, devido ao atraso tecnológico da indústria nacional. O aumento das importações de tais bens, que são necessários para a continuação do processo de substituição de importações, faz com que o crescimento econômico dependa do desempenho do balanço de pagamentos.

Na medida em que haja a impossibilidade de aumentar as exportações, o crescimento será acompanhado por déficits em conta-corrente. Portanto, o crescimento econômico será limitado se um país periférico apresentar déficits externos persistentes. Durante certo período de tempo, tais déficits podem ser financiados pelo aumento do passivo externo líquido da economia. No entanto, em algum momento vai ocorrer o ajuste no balanço de pagamentos, prejudicando o crescimento econômico.

Portanto, dadas as hipóteses do modelo, os autores concluem que os países com menor elasticidade-renda das exportações e maiores elasticidades-renda das importações, em comparação com o resto do mundo, terão menores taxas de crescimento no longo prazo. Diferenças nas taxas de crescimento do produto estão associadas às diferenças nas elasticidades-renda da demanda por exportações e importações que são, por sua vez, determinadas pelo grau de intensidade tecnológica da produção nacional.

De acordo com McCombie e Thirlwall (1994), o fato de as economias exportarem produtos com diferentes elasticidades prejudica o crescimento com equilíbrio do balanço de pagamentos dos países periféricos. Estes esforços dos países para eliminar déficits externos resultam em recessão ou inflação, ampliando o fosso entre países desenvolvidos e periféricos.

Prebisch (2000), assim como autores de cunho kaldoriano, argumentam que estas diferenças nas elasticidades têm como consequência distintos graus de restrição externa ao crescimento. O argumento sustenta que, quanto mais desenvolvido for o setor industrial de um país, comparado aos demais, menor será o desequilíbrio potencial do balanço de pagamentos. Ademais, poderíamos inferir que tal desequilíbrio levaria ao aumento do grau de vulnerabilidade externa da economia.

Desta forma, seria necessário haver uma mudança na estrutura industrial para que haja uma mudança nas elasticidades, possibilitando que a restrição externa seja redimensionada e, então, que a economia alcance crescimento do produto. Concretamente, há uma vasta literatura que analisa a questão da restrição externa a partir de modelos kaldorianos, sendo comprovada a situação da relação problematizada entre as taxas de crescimento das exportações e importações para os chamados países periféricos, dentre eles, os da América do Sul.

Jayme Jr. e Resende (2009) explicam que os países desenvolvidos tendem a participar no comércio internacional como exportadores de bens manufaturados de média e alta tecnologia e como importadores de *commodities* e manufaturados de baixa tecnologia, enquanto que o padrão oposto de comércio é observado em países periféricos, como é o caso dos da América Latina. Romero et al. (2012) mostram que a adoção de mudanças estruturais, que favorecem setores que produzem bens intensivos em tecnologia, ajuda a aliviar a restrição externa ao crescimento, uma vez que afeta as elasticidades-renda das exportações e importações.

Mesmo assim, é preciso salientar que, empiricamente, enquanto a Lei de Thirlwall parece explicar razoavelmente bem a experiência de crescimento dos países desenvolvidos, o mesmo não pode ser afirmado ao se introduzir na amostra países em estágios inferiores de desenvolvimento. A discrepância entre a taxa de crescimento dada pela Lei de Thirlwall e a taxa de crescimento efetiva poderia ser explicada por variações no câmbio real ou na dinâmica dos fluxos de capital.

Com vistas a capturar a experiência dessas economias, Thirlwall e Hussain (1982) propõem uma extensão do modelo original de crescimento com restrição externa, introduzindo o acesso ao capital internacional como fonte alternativa de financiamento das despesas cambiais da economia doméstica. Uma predição central desse modelo é que o acesso ao capital internacional pode possibilitar um crescimento econômico de

longo prazo superior ao patamar originalmente previsto pelo modelo de Thirlwall (1979). Para que esse resultado se verifique, é necessário que a taxa de crescimento dos fluxos reais de capital seja superior ao crescimento das exportações. Embora incorpore fluxos de capital, essa versão de Thirlwall e Hussain (1982) não leva em conta o endividamento externo acumulado, o qual corresponde ao serviço da dívida. Outros autores como Moreno-Brid (1998, 2003), Barbosa Filho (2001) e Meyrelles Filho (2009) propõem extensões deste modelo, que tente incorporar esta nova questão.

Moreno-Brid (1998) chama atenção para os perigos iminentes do endividamento externo excessivo. Destaca ainda que o influxo de capitais pode cessar e que, para pagar o serviço do endividamento externo, seria necessário gerar superávits na balança comercial. Assim, ele introduz um novo tipo de restrição externa, já que agora a taxa de crescimento econômico, além de ser compatível com o balanço de pagamentos equilibrado, deve também levar em conta a necessidade adicional de se manter uma relação estável entre o endividamento externo e o PIB. Note-se que aqui já podemos efetuar uma relação entre esta discussão e a problemática da vulnerabilidade financeira externa. Na verdade, o caminho do argumento leva em conta a verificação da relação entre dívida externa/PIB, pagamento de juros/PIB e pagamento de juros/exportação. Desta forma, o autor propõe uma revisão do modelo que redefine o equilíbrio de longo prazo no balanço de pagamentos, identificando-o com a manutenção de uma razão constante entre o saldo em transações correntes e a renda doméstica.

Paralelamente, Barbosa-Filho (2001) também aprimora a discussão ao desenvolver um modelo no qual a taxa real de câmbio, assim como a taxa de crescimento da renda, é uma variável de ajuste das contas externas. Nessa análise, o governo conduz a política macroeconômica (monetária e fiscal) de modo que as trajetórias do câmbio e da renda sejam consistentes com o saldo comercial necessário para garantir a estabilidade do endividamento externo no patamar permitido pelos mercados internacionais de crédito.

Em outro artigo, Moreno-Brid (2003) propõe um modelo de crescimento restringido pela balança de pagamentos, que inclui uma nova variável: pagamentos líquidos de juros ao exterior, além da estabilidade da relação endividamento externo e PIB. Ou seja, nesse modelo há a incorporação dos fluxos de capitais em situação de abertura financeira, mas se explicita a preocupação com a vulnerabilidade externa

relacionada à questão do pagamento dos juros e à importância de não se avançar para uma dívida externa explosiva no tempo.

Ainda, na mesma direção, Lima e Carvalho (2009) alteram algumas relações do modelo de original de Thirlwall (1979) e, principalmente, de Moreno-Brid (2003), chegando a uma nova especificação para a equação de equilíbrio externo. No estudo fica explícita a preocupação com a relação entre as taxas de crescimento das exportações, dos fluxos de capitais e dos serviços de capital, com a indicação de que o descompasso entre tais taxas é problemático. Como veremos adiante, isto é compatível com a discussão de vulnerabilidade externa que será desenvolvida nesta tese.

Meyrelles Filho (2009) desenvolve uma análise alternativa da relação entre crescimento e endividamento externo, estabelecendo uma distinção preliminar entre diferentes tipos de fluxos de capital e introduzindo, ainda, o controle sobre os influxos de capital como variável de política macroeconômica. Conclui que o acesso irrestrito aos fluxos internacionais de capital pode agravar a restrição externa ao crescimento, como resultado de um endividamento externo excessivo. Este endividamento implica em encargos crescentes com juros e uma vulnerabilidade cada vez maior da economia doméstica frente às oscilações na economia mundial, podendo causar crise cambial. Em segundo lugar, afirma que o controle de capitais pode ser desejável como forma de evitar ou ao menos atenuar o referido processo de progressiva fragilidade.

Observamos ainda que este último trabalho incorpora uma discussão central, que se refere às oscilações da economia mundial, uma variável externa, que pode impactar sobre os países endividados, sendo este um elo com a discussão de vulnerabilidade externa que estamos desenvolvendo. O que deve ser destacado é que estes modelos vão incorporando questões importantes, relativas aos fluxos financeiros e seus impactos sobre os pagamentos de juros. Estes avanços abrem a possibilidade de articular essa discussão com a da vulnerabilidade externa que desenvolveremos a seguir.

A partir das preocupações indicadas, destacamos cinco questões que estão por trás da análise da vulnerabilidade financeira que pretendemos avançar:

- (i) O volume dos capitais ingressantes importa, e este é relacionado à dinâmica da liquidez mundial, fora do controle do país;

- (ii) O volume dos capitais ingressantes está relacionado ao desenvolvimento dos mercados financeiros locais e à oferta de ganhos adicionais em comparação a outras aplicações;
- (iii) Os níveis da taxa de juros doméstica e a dinâmica do câmbio dependem de elementos especulativos;
- (iv) O conceito de dívida externa não é mais suficiente para abarcar a análise do volume dos passivos externos e sua especificidade;
- (v) O perfil dos capitais ingressantes importa, pois um dos elementos importantes da vulnerabilidade financeira, não apontado nas análises acima, é o fato de que esses capitais podem se reverter rapidamente, muitas vezes por fatores não ligados à dinâmica econômica doméstica.

## 2.2 Vulnerabilidade financeira e indicadores

Para analisar a vulnerabilidade externa, partindo-se de uma perspectiva keynesiana, é necessário distinguir aspectos fundamentais constitutivos desta perspectiva. Um dos pontos centrais da discussão que parte de Keynes é a própria consideração das características das economias que se estão considerando e dos agentes tomadores de decisão. A perspectiva é a de que se está tratando de economias em que existe diferenciação entre os agentes tomadores de decisão, não podendo ser considerado o “agente representativo”. Antes de tudo, detecta-se a existência de uma hierarquia de agentes: (i) aqueles detentores de capital que tomam as decisões fundamentais, definem os caminhos do investimento, da produção e do emprego (bancos e firmas), de suas aplicações financeiras e endividamento, a partir de uma lógica de valorização do capital e (ii) trabalhadores que são livres para tomar suas decisões de gasto e endividamento, mas estão hierarquicamente subordinados, na medida em que não detêm o poder de determinar o emprego.

Ademais, a economia monetária da produção pressupõe a generalização das trocas, que pressupõe o dinheiro, ativo socialmente aceito como meio de trocas, estalão dos preços e reserva de valor, e que significa a própria riqueza, de forma líquida. Está aí implícito o fato de que há a possibilidade de se aceitar a postergação de pagamentos e a possibilidade de crédito se coloca de forma constitutiva. No contexto dessa economia, os bancos têm o poder de criar moeda contábil, gerando passivo contra si próprios, não baseados em “poupança prévia” ou “poupança ex ante”, previamente conhecida. Tendo

em vista sua capacidade de criar moeda, que possibilita os recursos para a expansão das decisões de investimento (tomadas pelas firmas), a perspectiva é a de que os bancos têm a “chave do crescimento econômico” (Keynes, 1937).

O poder da tomada de decisão quanto à produção, emprego e investimento está nas mãos dos detentores de capital. A expansão econômica, por sua vez, depende das decisões de investimento tomadas pelas firmas, mas dependentes de recursos que, em última instância, dependem do sistema bancário. São estas decisões autônomas, tomadas em condições de incerteza, que definem o crescimento, sendo que o consumo tem um papel subordinado, dependendo da renda corrente.

Dentro deste contexto, Keynes argumenta que, além de demandar dinheiro para satisfazer as necessidades de transação e precaução existe ainda um terceiro motivo: a especulação. A questão é que o dinheiro tem o atributo de reserva de valor, podendo aguardar para a tomada de decisão, e o atributo de ser aceito para a troca a qualquer momento, sendo o ativo que possui o atributo da liquidez por excelência, havendo uma racionalidade na manutenção da liquidez, que vai além da demanda para o motivo transação. O dinheiro faz o elo entre o “passado” e o “futuro” e os agentes tomam suas decisões de aplicação e de endividamento levando em conta a construção de um cenário expectacional sobre o futuro, na medida em que é impossível construí-lo, dada a liberdade dos agentes e a possibilidade de tomarem decisões de aplicação e de liquidez que não podem ser previstas.

A partir da concepção keynesiana de moeda e financiamento, incorporamos ainda a discussão de que concretamente é preciso ainda incorporar um aspecto importante, que diz respeito à hierarquia das moedas, para se analisar a questão do financiamento em economias periféricas. Existem vários elementos que fazem com que as economias da América Latina se encontrem em uma situação subordinada dentro do mercado financeiro internacional e, nesta parte da tese, considerando a perspectiva keynesiana e o arcabouço estruturalista, nos dedicaremos à construção de um conceito de vulnerabilidade externa que leve em conta as especificidades destes países.

A vulnerabilidade financeira nestes países, hoje, tem ligação com o perfil dos capitais dirigidos a estes países, especialmente em momentos de bonança. Procura-se destacar que esta vulnerabilidade está, em grande parte, relacionada aos distúrbios devido ao movimento de capitais especulativos, extremamente influenciados pelo

ambiente financeiro internacional e que pode provocar decisões de reversão de recursos, a qualquer momento e muitas vezes de forma independente dos “fundamentos macroeconômicos” dos países periféricos em questão. Deve-se ressaltar que a dinâmica desses é ditada por fatores que estão fora do controle dos países periféricos, não podendo ser regulados por políticas domésticas.

Um elemento importante da compreensão da análise proposta é a de que o advento da liberalização financeira e o crescimento do processo de securitização (que envolve o endividamento via títulos) magnificaram a possibilidade de uma movimentação de capitais coordenada pelas expectativas dos investidos do mercado financeiro, observando o comportamento esperado de diferentes mercados interligados e fortemente influenciados pela dinâmica da política monetária e dinâmica econômica dos países centrais, especialmente dos Estados Unidos.

Estas expectativas são elaboradas através da construção de “racionalidades” para as tomadas de decisão que envolvem levar em conta o comportamento da “média do mercado” (KEYNES, 1982; MINSKY, 1986; GRIFFITH JONES, 1998). Uma vez que há uma impossibilidade de se conhecer, efetivamente, o comportamento de cada um dos tomadores de decisão, o processo de abertura financeira e da possibilidade de dirigir recursos a diferentes países, com diferentes moedas, que apresentam diferentes hierarquias, torna a questão da incerteza e da construção de cenários prospectivos ainda mais complexa.

Um elemento importante dessa discussão, referente aos países periféricos, é o de que as suas economias são consideradas “mais remotas” (AMADO, 1999; DOW, 1993a e 1993b), já que os investidores exigem uma rentabilidade extra para dirigirem suas aplicações a títulos, investimentos e mesmo empréstimos vinculados a devedores destes países. Nesse caso, não se trataria de uma questão de “risco” pela existência de maus indicadores macroeconômicos, mas, sim, de uma questão que envolve conhecimento, informação e também, por detrás, está a questão da hierarquia das moedas, citada anteriormente.

Em situação de ingressos excessivos de recursos, o Estado entra no mercado comprando dólares e aumentando suas reservas, para manter o nível do câmbio e isto afeta a dívida interna pública. No entanto, quando as expectativas gerais se revertem, os agentes passam a estar relutantes em comprar ativos que não são facilmente convertidos

em moeda aceita internacionalmente, havendo uma tendência à aquisição de ativos que são mais facilmente convertidos em liquidez internacional e de vender ativos que não o são. Nestes momentos, para impedir uma grande fuga de capitais, os países aumentam suas taxas de juros, aumentando desta forma também o endividamento. Isto nos remete à discussão, de novo, da hierarquia de moedas. Em momentos de instabilidade, as moedas conversíveis são preferidas como forma de preservar o valor e os detentores de riqueza irão preferir direcionar seus recursos para ativos denominados nas moedas mais “fortes”.

Considerando este aspecto, em economias que possuem moedas “fracas”, existe uma dinâmica específica, ligada a esta hierarquia de moedas que influencia a movimentação dos fluxos, alterando a dinâmica econômica local, por seus impactos derivados. A volatilidade dos fluxos e o potencial contínuo da entrada volumosa de recursos seguida de reversão por mudança de expectativas agrava a instabilidade desses mercados.

A rápida e contínua integração dos mercados periféricos com o mercado financeiro internacional ao longo dos anos 1990 e o acúmulo de estoques de passivos que podem reverter rapidamente em vários desses países leva ao agravamento deste fator e provoca uma vulnerabilidade particular: a da possibilidade de reversão de direção dos detentores desses títulos nos momentos de mudanças de conjuntura.

As mesmas mudanças estruturais que permitiram a abertura comercial e financeira ocasionaram o aumento da intensidade e da duração dos ataques especulativos, precipitados devido às percepções dos investidores em relação aos mercados financeiros dos países centrais, fazendo com que as economias emergentes ficassem mais expostas aos ciclos de negócios dos países que possuem moeda forte. Através de movimentos (ou expectativas de movimentos) de contração/ aumento da taxa de juros em países que possuem moedas fortes ocorre, de forma reflexa, uma expansão/fuga de recursos dos países periféricos. Resende & Amado (2007) chamam a atenção sobre a questão dos ciclos reflexos e relacionam-nas com as preocupações estruturalistas, presentes nos modelos kaldorianos: articulam esta questão aos limites da estrutura produtiva do país em análise, indicando a importância do sistema nacional de inovação como um elemento redutor dos problemas de instabilidade estrutural.

Coutinho & Belluzo (1998), por outro lado, enfatizam a questão da instabilidade relacionada aos movimentos dos títulos financeiros, que influenciam a dinâmica das economias – fato que estamos destacando em nossa discussão. Segundo os autores, desde o início da década de 1980 cresceu a participação dos haveres financeiros na composição da riqueza privada, por isso, a taxa de juros, na medida em que exprime as expectativas de variação dos preços e, portanto, a “liquidez” dos distintos ativos financeiros passa a exercer um papel muito relevante nas decisões das empresas e bancos. De acordo com eles, o consumo deixa de ter o comportamento relativamente estável, previsto pela função-consumo keynesiana, e passa a apresentar um componente típico das decisões de gasto dos capitalistas. O consumo não apenas é desproporcional à renda corrente, mas também provoca um incentivo ao endividamento. O aumento dos gastos de consumo é permitido pela percepção dos consumidores (e dos bancos) de que sua riqueza aumentou, por conta da capitalização acelerada dos ativos financeiros.

A isto se adiciona a questão das decisões de aplicação dos detentores de capital, que passa a ter uma grande gama de instrumentos com altos graus de liquidez para a aplicação, em diferentes moedas, com grande rapidez de reversão, quando muda a conjuntura. A lógica de aplicação vai incorporando uma dimensão especulativa mais profunda do que a observada anteriormente.

Desse modo, em momentos em que o mercado está em boas condições, os agentes se tornam confiantes que haverá uma trajetória ascendente de valorização da sua parcela de riqueza, aumentando suas aplicações especulativas e os graus de endividamento e, paralelamente, os consumidores tendem a elevar a sua propensão a consumir sobre a renda corrente e simultaneamente a admitir gastos extraordinários, apoiados no aumento do endividamento. Assim, é possível observar aumentos do serviço da dívida sobre a renda corrente, embora a relação entre este serviço e o estoque de riqueza possa se manter estável ou venha a declinar.

Esta discussão é compatível com a abordagem de Hyman Minsky (1986) que, tendo como referência as principais conclusões de Keynes sobre a dinâmica das economias monetárias, mostra que o investimento é condicionado pela dinâmica do financiamento, em especial do mercado financeiro. O autor constrói, assim, um modelo que demonstra que as decisões de investimento estão ligadas a estratégias de composição de uma carteira de ativos pelos agentes, que é acompanhada pela formação

de passivos (CARVALHO, 1986). Desta maneira, Minsky define a fragilidade financeira da seguinte maneira:

The robustness or fragility of the financial system depends upon the size and strength of the margins of safety and the likelihood that initial disturbances are amplified (1986, p. 209).

A ideia de Minsky (1982, 1986, 1992) é a de que os agentes podem ter posturas financeiras mais ou menos arriscadas, sendo que o perfil da decisão de gastos e especialmente do gasto com investimento é influenciado pelo momento do ciclo econômico e pelas expectativas dos agentes.

Nestes termos, ele define três tipos de posições financeiras. A chamada posição *hedge* (coberta), em que os agentes se endividam e têm fluxos de rendas esperados já definidos capazes de cobrir os juros e o principal da dívida gerada (MINSKY, 1986, p. 207). A posição *speculative* (especulativa) é aquela na qual os fluxos de renda esperados dos agentes são capazes de cobrir os juros da dívida, mas não o principal (MINSKY, 1986, p. 207). Neste sentido, o pagamento deste último envolve a geração de novo endividamento. E, por fim, a chamada posição Ponzi, que corresponde àquela em que o agente se endivida, sem ter fluxos de renda esperados futuros capazes de cobrir nem o principal, nem os juros da dívida (MINSKY, 1986, p. 207). Em outras palavras, seria necessário efetivar novo endividamento para pagar os juros e o principal da dívida.

O grau de fragilidade financeira depende da combinação destas três posições de financiamento pelos agentes econômicos, ou seja, o grau de fragilidade financeira está associado à maior disposição dos agentes em assumir posturas financeiras, que envolvam dívidas sobre dívidas.

Um elemento importante aberto também por esta discussão é o de que as posturas financeiras mudam ao longo do ciclo financeiro. Posturas financeiras *hedge* podem se transformar em posturas “especulativas” e posturas “especulativas” podem se transformar em posturas Ponzi quando ocorrem mudanças nos ciclos. De fato, ao tomar sua decisão de gasto, por exemplo, em investimento, os agentes esperam um retorno dessa decisão, na forma de lucros monetários e, caso adotem uma posição “especulativa” ou Ponzi, adquirem, ao mesmo tempo, uma obrigação de pagamento de uma dívida. Entretanto, os retornos podem não se concretizar, enquanto as dívidas são obrigações que devem ser honradas, independente do retorno dos ativos. Desta forma,

ao adotar as posições “especulativa” e Ponzi, os agentes ficam expostos a uma fragilidade financeira que se apresenta exacerbada, na medida em que o endividamento tende a crescer, as facilidades financeiras surgem e as potencialidades de bons negócios acontecem nos momentos de expansão.

A este respeito, Hyman Minsky coloca duas questões: (i) as posições “especulativa” e Ponzi tendem a crescer nos momentos de expansão do ciclo econômico, em que há forte liquidez nos mercados e em que os ofertadores de crédito oferecem facilidades para o endividamento; (ii) em momentos de reversão do ciclo, os agentes hedge podem cair rapidamente para uma posição Ponzi, quando suas expectativas de recebimento de fluxos de renda não se concretizarem<sup>35</sup>.

Em suma, a hipótese da fragilidade financeira (HFF) de Minsky (1986, 1992) alega que a expansão do ritmo da atividade econômica e a “alavancagem” do financiamento aumentam o grau de fragilidade financeira e acabam conduzindo o sistema econômico, endogenamente, a movimentos de desaceleração do ciclo financeiro e à crise.

Na medida em que o sistema bancário pode criar moeda, o que se observa é que, nos momentos de expectativas favoráveis, há um movimento de grande aumento de oferta de financiamento, que vai incorporando, inclusive, devedores mais frágeis (MINSKY, 1986). O próprio movimento de inovações financeiras (aparecimento de novos instrumentos de endividamento e de novas engenharias financeiras<sup>36</sup>), que evolui juntamente com o processo de globalização financeira, gera novas possibilidades de endividamento e provoca a noção de que os riscos estão cobertos. Neste processo expansivo, gera-se um crescente endividamento e sobre endividamento de famílias, firmas e governos, aumentando a fragilidade financeira das economias (MINSKY, 1986; FOLEY, 2000).

O aumento da demanda por liquidez, por sua vez, gera o crescimento das taxas de juros e este processo de evolução das dívidas vai se exacerbando, gerando estruturas

---

<sup>35</sup> Os agentes que apresentam postura hedge também podem ver sua situação financeira desestruturada quando as expectativas de rendimento não se efetivam. De fato, mesmo que não estejam diretamente endividadas, as decisões de gasto das firmas envolvem o pagamento de fornecedores e trabalhadores que podem ser problematizadas. Para honrá-las, em um momento de reversão econômica, os agentes hedge se endividarão, entrando rapidamente em posturas especulativas e, eventualmente, Ponzi.

<sup>36</sup> Como, por exemplo, o processo de securitização e o desenvolvimento de mercados de derivativos.

financeiras cada vez mais instáveis<sup>37</sup>. Um dos pontos centrais da dinâmica cíclica é o de que não é possível prever o momento de reversão das expectativas, que gerará um estancamento abrupto na oferta de financiamentos e que provocará uma crise de liquidez.

O processo descrito acima corresponde a uma análise de economia fechada, tratando-se de uma análise da *fragilidade financeira interna*. Considerando-se a evolução do processo de globalização financeira, é importante tratar a fragilidade financeira do ponto de vista de uma economia aberta, ou seja, a *fragilidade financeira externa*. Esta abordagem, no entanto, envolve uma dimensão adicional em relação à análise para uma economia fechada, uma vez que as transações da economia doméstica com o resto do mundo podem ser feitas por residentes e não residentes, ou seja, a taxa de câmbio deve ser levada em conta. Ademais, deve-se incorporar a discussão da diferença estrutural entre os países: quer em termos de sua estrutura produtiva, quer pela hierarquia das moedas (questões interligadas).

A tentativa de avançar no conceito de fragilidade financeira externa, a partir da abordagem apresentada por Minsky, é efetuada por diferentes autores. De Paula & Alves Jr. (1999), por exemplo, destacam que a taxa de câmbio pode influenciar a economia doméstica de duas maneiras: (i) pelo impacto direto de uma variação cambial sobre os lucros esperados, dependendo da moeda em que se realizam as receitas e despesas; e (ii) pelo impacto das vias financeiras, caso os contratos sejam feitos em moeda estrangeira e haja a dúvida quanto à capacidade de pagamento. Ambos impactos têm efeito sobre o balanço de pagamentos dos países e, por esta razão, a fragilidade financeira externa tem a ver com essa dimensão.

De Paula e Alves Jr. (1999) definem a fragilidade financeira externa:

Pode-se definir, a partir de informações do balanço de pagamentos de um país, o grau de fragilidade financeira externa quanto maiores (ou menores) forem as necessidades de que uma economia tenha que recorrer ao mercado financeiro internacional para renegociar posições financeiras em aberto (ou seja, que não possa ser pago de imediato), mesmo que com taxas de juros e prazos desfavoráveis. Como o grau de fragilidade financeira está relacionado à capacidade de pagamento de um país, com relação às suas obrigações cambiais, assim como o perfil destas [...] (p. 79).

---

<sup>37</sup> Minsky (1982) mostra como vão se gerando as chamadas “estruturas de endividamento Ponzi”.

Esta é uma definição importante e que incorpora a questão externa ao debate. Muitos autores vêm tratando o tema da fragilidade financeira nos últimos anos. Desta discussão podemos avançar para o debate da vulnerabilidade financeira, que nos interessa tratar em nosso trabalho. Neste caso, o elemento que pretendemos destacar é o fato de que um elemento de vulnerabilidade, para países que não têm moeda forte, refere-se à possibilidade de reversão abrupta e inesperada de fluxos financeiros, que mudam seu comportamento a depender de fatores altamente conjunturais, e afetam a capacidade de pagamento do país.

Em nosso caso, pretende-se abordar esta questão da vulnerabilidade, compatível com a discussão da fragilidade financeira e incorporando a análise de um índice que dê indicações quanto a este aspecto que queremos ressaltar e que está ausente dos índices de vulnerabilidade externa tradicionais.

No caso da análise do indicador, podemos ver na literatura, especialmente a brasileira, que tem havido um avanço. Na verdade, o início dessa discussão visa construir um índice de vulnerabilidade financeira externa, incorporando a discussão proposta por De Paula (1999), relativa à fragilidade financeira, mas avançando na discussão da vulnerabilidade financeira externa de países periféricos.

Para desenvolver esta discussão, iniciamos com a retomada dos índices de fragilidade financeira propostos por De Paula e Alves Jr. (1999), citando, ainda, Val e Libanio (2009). A seguir, avançamos na discussão dos indicadores de vulnerabilidade financeira externa que, na verdade, são uma extensão dos indicadores anteriormente citados, mas explicitam a questão da vulnerabilidade. Nossa discussão e proposta vão na mesma direção, mas a nossa indicação é a de que a análise da vulnerabilidade financeira considere duas dimensões: (i) a do perfil dos estoques de passivos do balanço de pagamentos; (ii) a dos fluxos determinantes da volatilidade da conta financeira do país sob análise. A partir daí, iniciamos a análise observando alguns dos indicadores existentes, considerando a literatura brasileira.

### 2.2.1 Indicadores de Fragilidade Financeira Externa

De Paula e Alvez Jr (1999) elaboraram o chamado índice de fragilidade financeira externa (IFE):

$$IFE = \frac{M + D_j + D_{os} + A + CCP_{-1} + PLA_{-1}}{X + R_j + R_{os} + RE_{-1} + I_d + E_{ml}}$$

Sendo:

$X$  as exportações de bens

$R_j$  as receitas com juros

$R_{os}$  receitas com outros serviços de residentes em moeda estrangeira,

$M$  as importações

$D_j$  despesas com juros

$D_{os}$  despesas com outros serviços

$A$  as amortizações.

$CCP_{-1}$  o estoque de capitais de curto prazo defasado de um período

$PLA_{-1}$  o estoque de investimento líquido de portfólio defasado de um período

$RE_{-1}$  as reservas internacionais acumuladas até o período anterior

$I_d$  Entrada de divisas correspondentes ao investimento direto

$E_{ml}$  os empréstimos de médio e longo prazos

Ou seja, são utilizados dados de estoques de passivo de período anterior, que podem reverter rapidamente (capitais de curto prazo e estoque de Investimentos em Carteira), articulando-os com as exigências de pagamento de período correntes (amortizações a serem pagas, juros a serem pagos, outros serviços a serem pagos e importações) sobre as reservas do período anterior, acrescidas dos fluxos de recebimentos de período corrente (exportações, pagamentos de juros, investimentos diretos, empréstimos).

Quanto mais elevado for o valor do índice, maior é a propensão de o país ser afetado pela conjuntura internacional e menor seria sua capacidade de cumprir compromissos financeiros imediatos. De Paula e Alves Jr. (1999, p.80) classificam as economias abertas da seguinte maneira:

Uma economia aberta é classificada como hedge se o pagamento integral de suas obrigações dominadas em moeda estrangeira for independente do refinanciamento permanente. Isto implica que os gastos correntes e os compromissos financeiros – ambos em moeda estrangeira – são compatíveis com as receitas correntes e o grau de liquidez (em moeda estrangeira) dos ativos. Por outro lado, seria especulativa se os gastos com transações correntes e obrigações financeiras com não residentes impliquem a utilização recorrente de refinanciamento (e/ou queima de reservas) para que possam ser cumpridas.

Pudwell (2001 p. 67), por sua vez, classifica a postura das economias pelo balanço de pagamentos utilizando o IFE.

Uma economia é considerada hedge quando tem superávit na conta-corrente superior ao pagamento das amortizações, de modo que se assumiria a seguinte desigualdade:

$$X + R_j + R_{os} > M + D_j + D_{os} + A$$

Sendo X as exportações de bens,  $R_j$ , receitas com juros;  $R_{os}$ , receitas com outros serviços de residentes em moeda estrangeira; M, importações;  $D_j$ , despesas com juros;  $D_{os}$ , despesas com juros e outros serviços e A, amortizações.

Uma economia seria considerada especulativa quando consegue cumprir com o pagamento de juros e dividendos (transações correntes em equilíbrio), mas que não consegue pagar integralmente as amortizações. Logo, para esta economia, temos:

$$A + M + D_j + D_{os} > X + R_j + R_{os} > M + D_j + D_{os}$$

Por fim, uma economia seria considerada Ponzi quando incorre em um déficit em conta-corrente e precisa da ampliação do nível de endividamento, de modo que:

$$X + R_{snf} - M - D_{snf} < D_{sf} - R_{sf} < D_{sf} - R_{sf} + A$$

O próprio autor ressalta, no entanto, que esta definição é incompleta, visto que cresce a importância de se analisar variáveis em estoque, sendo, portanto, a utilização

do *passivo externo líquido*<sup>38</sup> mais adequada. Este conceito, segundo diversos autores<sup>39</sup>, agrega todos os passivos, somando a dívida externa total com estoques de investimento direto estrangeiro e o portfólio.

Segundo Pudwell (2001):

O passivo externo líquido e a conta-corrente são importantes indicadores da vulnerabilidade externa, sendo o primeiro um indicador de estoque e o segundo, um indicador de fluxos (p. 69).

Val e Libanio (2009) também estudaram o IFE e realizaram uma análise dos impactos da intensificação dos fluxos financeiros especulativos, da fuga de capitais e de medidas de desregulamentação financeira externa do Brasil por meio da ampliação do IFE e da metodologia de vetores autorregressivos (VAR). Apesar de constatarem que, para a economia brasileira, a variação do índice coincidiu com períodos de instabilidade internacional, o que corrobora com a hipótese de que existe de fato uma fragilidade financeira no Brasil, ressaltam que há algumas falhas:

O indicador tenta medir o grau de dificuldade de um dado país para enfrentar seus compromissos externos, em detrimento do período de tempo; contudo, existe uma defasagem entre o vencimento das obrigações financeiras e a geração de recursos externos para liquidar os compromissos externos, assim muitas vezes o indicador não é capaz de registrar o momento exato da fragilidade externa e qual será sua perspectiva futura. Nem sempre o estoque de investimentos líquidos em portfólio gera uma obrigação em igual montante no período seguinte. Neste sentido, poderia haver uma superestimação do IFE [...]. Outra limitação refere-se às perspectivas do comportamento futuro da fragilidade externa, [...] o índice IFE não constrói previsão de boa qualidade (p. 13).

Por fim, propõem um indicador de fragilidade financeira alternativo: a relação despesas correntes sobre receitas correntes:

$$\frac{DC}{RC} = \frac{M + D_j + D_{os}}{X + R_j + R_{os}}$$

Quanto maior for esta relação, mais frágil a economia estará no futuro. Se o índice for maior do que um, revela que o país teve que usar suas reservas internacionais para fazer jus às suas despesas, o que o torna mais frágil financeiramente. Ou seja, o

<sup>38</sup> Diferença entre os ativos e passivos externos.

<sup>39</sup> Giambiage (1997), Soobet (2001), Miguel e Cunha (2001) e Pudwell (2001).

índice detecta o grau de dificuldade ao longo do tempo imposto pelas contas externas ao crescimento econômico.

Incorporando as considerações acima, mas com destaque para o conceito de “vulnerabilidade financeira”, podemos citar os índices propostos por Freitas e Prates (2001). As autoras ressaltam que houve uma mudança no perfil da vulnerabilidade externa desde os anos 1990 para os países periféricos, e que está principalmente ligada à liberalização da conta financeira, fato também já destacado anteriormente nessa tese. Segundo elas, o aumento da vulnerabilidade externa nos anos 1990 evidencia-se na evolução de alguns indicadores de fluxos e estoques, que devem ser tomados em conjunto e que, mais tarde, foram atualizados por Aquino e Colombi (2012), sendo eles apresentados no Quadro 2.1.

#### **Quadro 2.1: Indicadores de vulnerabilidade externa**

<p><b>Fluxos</b>  Déficit em Conta Corrente/ PIB  Déficit em Conta Corrente/ Exportações  Remessas líquidas de Serviços Fatores/ Déficit em Conta Corrente  Remessa líquida de juros / déficit em Conta Corrente  Remessa líquida de juros e dividendos/ déficit em Conta Corrente</p> <p><b>Estoques</b>  Passivo Externo Bruto/ PIB  Passivo Externo líquido/ PIB  Passivo externo líquido/ exportações  Estoque de investimento externo direto+ investimento externo de portfólio/ PIB  Dívida externa líquida/ Exportações  Dívida externa líquida / PIB</p>
--

Fonte: Freitas & Prates (2001) p. 106

Em outras palavras, as autoras consideram os indicadores tradicionais de vulnerabilidade e propõem outros, tanto no que se refere a indicadores que usam dados de fluxos, quanto indicadores que usam dados de estoque, separando-os em dois grupos. A partir da análise destes indicadores, Prates & Freitas (2001) relatam que existiram dois elementos que elevam a vulnerabilidade externa:

1. Um, relativo à própria natureza volátil desses fluxos financeiros: a partir da constatação de que os investidores

[...] podem reduzir ou eliminar suas posições rapidamente, diante de sinais de deterioração nesses mercados, oportunidades de investimento

mais atrativas nos mercados financeiros dos países centrais ou do aumento da aversão ao risco. Esses ajustes de portfólio resultam em abruptas contrações/expansões do acesso dos “mercados emergentes” ao mercado financeiro internacional, sem relação com os respectivos fundamentos (FREITAS e PRATES, 2001, p. 83).

2. Outro, pelo aumento do passivo externo ligado aos aumentos na taxa de juros: o volume de serviços e rendas (juros e lucros) transferidos ao exterior é diretamente proporcional à variação na taxa de juros e, conseqüentemente, causa uma variação no estoque de passivo externo.

A pretensão de nossa análise busca avançar na questão indicada no item 1, com o intuito de detectar o peso dos capitais voláteis nos estoques de passivos em comparação com as reservas (análise de estoque) e, em seguida, analisando os fluxos que mais contribuem para a volatilidade da conta financeira (análise de fluxo).

É importante destacar que esta questão específica da vulnerabilidade financeira, ligada à instabilidade dos fluxos, tem sido apontada por diferentes autores. No Brasil, Gonçalves (1996), Corrêa (2006), Paineira & Carcanholo (2002), Kaltenburger & Paineira (2014), Paineira e Carcanholo (2002) destacam a vulnerabilidade específica de países periféricos. Para eles,

[...] não se trata aqui de identificar uma única razão para a vulnerabilidade externa de economias periféricas, se é devido (i) a instabilidade estrutural do mercado internacional de capitais, ou (ii) a existência de maior mobilidade de capital em determinado país ou região. A questão é que, frente à natureza instável do mercado de capitais, a maior liberdade nos fluxos de entrada e saída de recursos em regiões periféricas tende a elevar o grau de vulnerabilidade externa dessas regiões (PAINCEIRA & CARCANHOLO, 2002, p. 5).

Ou seja, ainda que não usem a terminologia de “vulnerabilidade financeira”, os autores destacam a relação entre mobilidade dos capitais e a vulnerabilidade externa. Ainda para os mesmos autores, e seguindo o que explicitamos acima,

O aumento da vulnerabilidade externa, que reverte às expectativas favoráveis e provoca o refluxo dos capitais, se manifesta na valorização do câmbio real, nos déficits externos, incluindo o crescimento da dívida e de seu serviço, e no superendividamento público (provocado pelas altas taxas de juros e não por uma tendência natural do Estado em produzir déficits primários). Essa vulnerabilidade externa não é provocada meramente por um regime de câmbio fixo, embora ele a potencialize, mas pelo aumento no grau de abertura financeira dessas economias (PAINCEIRA & CARCANHOLO, 2002, p. 6).

### 2.3 Estudos da evolução dos indicadores tradicionais de vulnerabilidade

Ao longo desta seção, procura-se destacar que a análise tradicional da vulnerabilidade externa não leva em conta a possibilidade da súbita reversão de recursos que pode ocorrer em países periféricos em momentos de instabilidade. Este aspecto específico deve ser levado em conta quando se estuda a vulnerabilidade externa em países periféricos.

Alguns autores já avançaram nesta questão. Pode-se citar, por exemplo, Correa, Mollo and Biage (2009). Estes autores diferem o conceito de vulnerabilidade em duas dimensões: a chamada vulnerabilidade de mercado e a vulnerabilidade de país. A vulnerabilidade de mercado trata a vulnerabilidade como fruto da existência de maus fundamentos. Este diagnóstico está ligado à interpretação ortodoxa dos ciclos econômicos<sup>40</sup>. De acordo com este conceito, indicadores de dívida de má qualidade implicam a existência de maus fundamentos e, portanto, justificam a fuga de recursos dos países emergentes em momentos em que o mercado está instável. Ao longo deste estudo, os autores procuram ressaltar que há um tipo adicional de vulnerabilidade que é específica a países periféricos, o que está de acordo com o ponto que queremos ressaltar ao longo deste capítulo.

As estatísticas utilizadas pela abordagem tradicional buscam informar a credibilidade de curto prazo assim como o risco soberano. Este tipo de indicador é usado pelas agências de classificação de risco que avaliam, atribuem notas e classificam países, governos ou empresas, segundo o grau de risco de que não paguem suas dívidas no prazo fixado. Quando esse risco de inadimplência se refere a operações de crédito concedido a um Estado soberano ou ao seu Banco Central, ele é chamado risco soberano. Quando o risco se refere a contratos de crédito firmados com a totalidade dos agentes (públicos, incluindo entidades infranacionais e não soberanas, ou privados) de um país, utiliza-se a expressão risco-país. De acordo com os autores, estes indicadores não são capazes de ilustrar os motivos ligados às instabilidades dos fluxos de capitais, principalmente considerando-se que estes fluxos são especulativos e, portanto, guiados por expectativas (em um mundo de incerteza keynesiana).

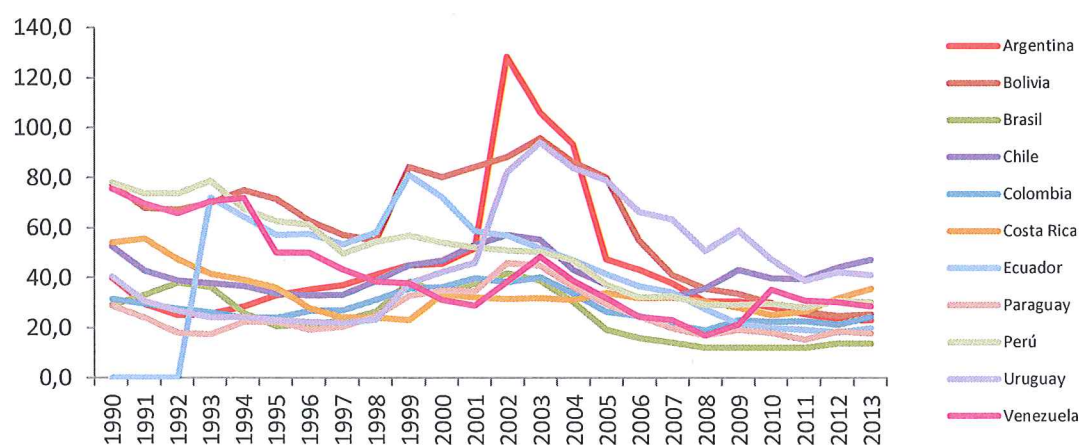
---

<sup>40</sup> Relembrando o que foi visto no capítulo anterior, os precursores desta interpretação são Krugman (1979) e Obstfeld (1994).

Nesta seção, procuramos ilustrar que mesmo em momentos nos quais os fundamentos macroeconômicos são de boa qualidade, caso haja uma perturbação no mercado internacional, haverá uma fuga de capitais. Este movimento explica o fato de que a vulnerabilidade em países periféricos com moeda fraca é mais complexa do que a vertente ortodoxa faz parecer.

Quando analisamos os indicadores tradicionais de vulnerabilidade, podemos perceber, pelos Gráficos 2.1 a 2.4, que houve uma tendência de queda ao longo dos anos 2000. Esta queda indica, segundo a análise tradicional, que o país melhorou sua capacidade de pagamento, sendo, portanto, considerado um destino “menos arriscado”. No Gráfico 2.1 é possível ver que a dívida total como porcentagem do PIB estava maior no início dos anos 1990 e diminuiu depois da adoção do Plano Brady<sup>41</sup>. Este plano, no entanto, envolveu um processo de securitização da dívida. O argumento utilizado na época para a adoção destas medidas é que ela dissolveria a dívida e permitiria a diversificação do risco dos detentores de riquezas.

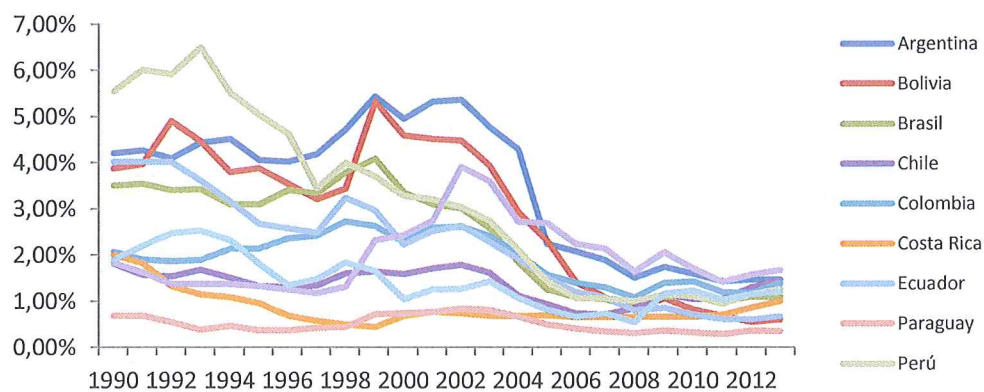
**Gráfico 2.1 - Países da América do Sul: Dívida Externa Total/PIB**



Fonte: elaboração própria a partir de dados da CEPALSTAT

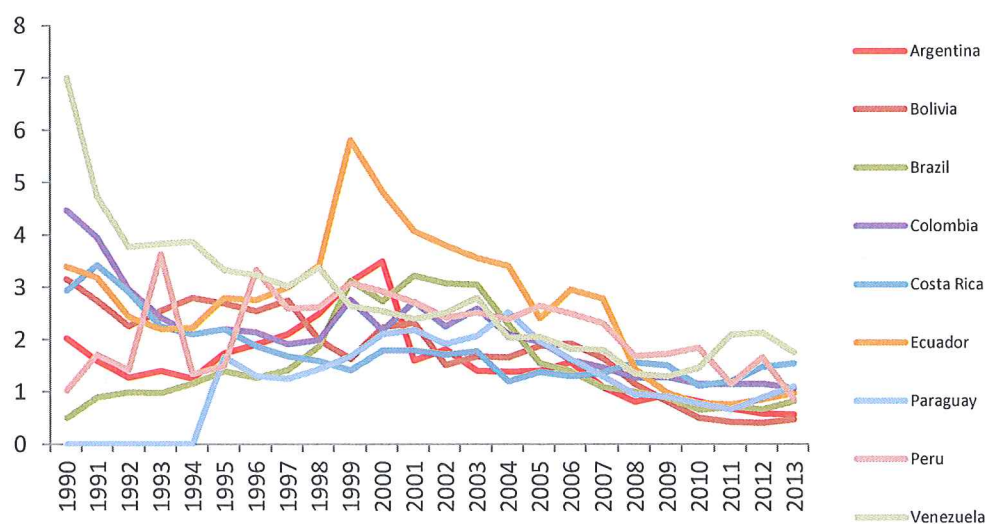
<sup>41</sup> O Plano Brady tinha como objetivo ajudar países em desenvolvimento a reestruturar sua dívida externa, adquirida ao longo dos anos 1980. O plano pretendia renovar a dívida externa de países em desenvolvimento, mediante a troca por bônus novos. Estes bônus contemplavam o abatimento dos encargos da dívida, através da redução do seu principal ou pela redução nos juros. Além de emitir os bônus, os países deveriam promover reformas liberais em seus mercados. Esta operação de securitização da dívida possibilitaria a diversificação do risco associado e permitiria o controle do risco de default dos países em desenvolvimento.

**Gráfico 2.2 – Países da América do Sul: Dívida Total / Exportações (percentual)**



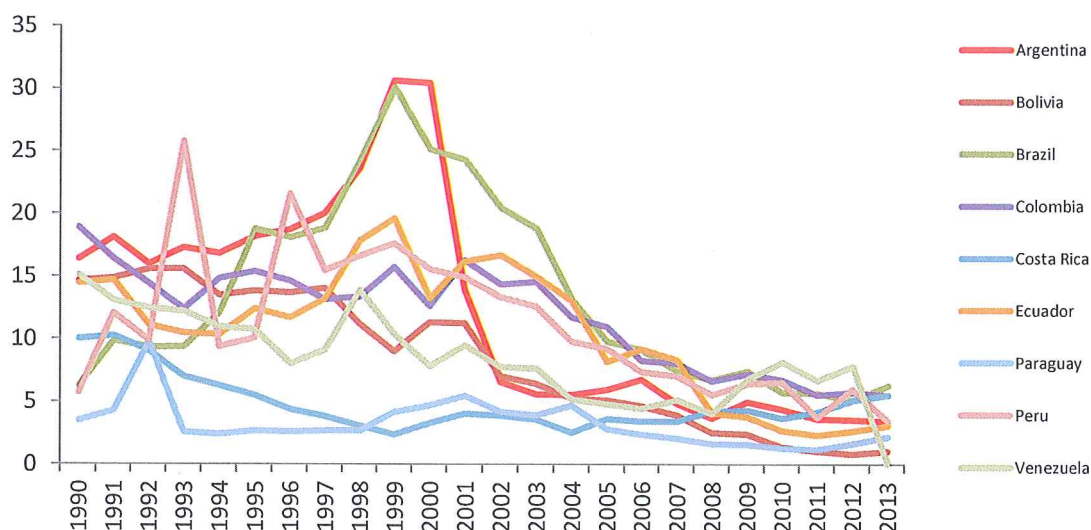
Fonte: elaboração própria a partir de dados da CEPALSTAT

**Gráfico 2.3 – Países da América do Sul: Pagamentos de juros sobre a dívida externa/PIB**



Fonte: elaboração própria a partir de dados da CEPALSTAT

**Gráfico 2.4 – Países da América do Sul: Pagamentos de Juros sobre a Dívida Externa/ Exportação**



Fonte: elaboração própria a partir de dados da CEPALSTAT

No período 1993-1997, há alta liquidez no mercado, observando-se o retorno de volumes mais expressivos de capital para a América do Sul, antes mesmo que alguns desses países da região tivessem ajustado seus “fundamentos” internos, mas a partir do processo de abertura comercial e financeira. De qualquer forma, marca também a fase em que os países foram negociando suas dívidas externas a partir do Plano Brady e efetuando ajustes internos de combate à inflação. Observa-se um movimento de queda do endividamento externo no início da década para vários países da região até basicamente a crise da Ásia e da Rússia. No entanto, é necessário destacar a indicação de que segundo o indicador de vulnerabilidade externa tradicional de dívida (Dívida Externa Total/PIB), o que se percebe é que os patamares dos indicadores da Bolívia, Peru, Equador e Venezuela são expressivamente mais altos e permanecem em níveis elevados, mesmo que estivessem apresentando uma trajetória de queda.

Paralelamente, os indicadores de juros (juros/PIB e juros/exportação) apresentam, em geral, uma trajetória de crescimento, especialmente após a Crise da Ásia. Destaque-se que, para os casos do Equador, Argentina e Venezuela esta trajetória ascendente já vai ocorrer após a crise do México. O que podemos constatar por estes resultados é que a crise do México em 1994-1995 provocou efeitos contágio sobre países da região, mas não se pode dizer que tenha havido uma interrupção mais contínua dos recursos dirigidos.

Em 1997, o efeito contágio já é mais forte, sendo possível observar a piora dos indicadores de juros. Na verdade, a perspectiva que queremos destacar é a de que, nesta fase, grande parte dos países da região operava com regimes de câmbio administrado, sendo que os choques externos (como os processos de efeito contágio) provocavam impactos imediatos sobre o risco-país, indicando um ajuste rápido das demandas de diferenciais de juros quando a conjuntura mudava e mesmo quando os “fundamentos” dos países estavam melhorando. Nesses termos, para os novos títulos lançados, os juros passariam a ser maiores e os novos estoques de dívida efetuadas refletiriam a nova situação. No caso dos países que apresentam recursos de estrangeiros aplicados em títulos da dívida em moeda local, a questão da variação do risco-país também gerava impactos rápidos sobre os juros internos. O fato de o câmbio administrado ter sido adotado por vários países gerava rápido ajuste dos juros internos, espraiando-se sobre as dívidas novas contraídas e para os instrumentos pós-fixados (uma vez que o câmbio era administrado, não sofrendo as variações). Observa-se aí o aumento da relação pagamentos de juros/PIB e pagamentos de juros/exportações.

Como os países haviam adotado regimes de câmbio administrado, havia uma âncora cambial, de modo que todos os ajustes da economia se davam por meio de variações nas taxas de juros internas. Com o advento das crises cambiais nos países periféricos ao longo dos anos 1990, os agentes do mercado passaram a duvidar da capacidade dos países de manter o câmbio fixo. Desta forma, havia constantes ataques especulativos sobre o câmbio. Para manter a paridade, os países tinham, portanto, de intervir no mercado de câmbio usando suas reservas. Para financiar estas reservas, emitiam base monetária, medida com viés inflacionário. Com o intuito de impedir a aceleração da inflação, emitiam títulos da dívida interna, remunerados por juros internos (na maior parte dos casos muito superiores aos juros internacionais), fazendo com que a dívida interna aumentasse.

O período que vai da Crise da Rússia até 2002, marca uma fase de crescimento dos indicadores de dívida, sendo que se observa também o fato de que os indicadores de juros não melhoram. Ou seja, este é um período de instabilidade para a região, que sofre com os efeitos contágio das crises da Ásia e da Rússia e enfrenta-se as crises regionais do Brasil (em 1999) e da Argentina (em 2002). É uma fase em que se reduzem, relativamente, os recursos dirigidos à região, sendo que os países em dificuldades têm que demandar recursos ao FMI.

Seguindo a análise, e conforme a periodização já estabelecida, entre 2003 e basicamente até 2008, observa-se uma fase de forte liquidez internacional e de expansão econômica, sendo que ocorre um processo de melhora nos indicadores tradicionais de vulnerabilidade. Na verdade, há uma queda expressiva dos indicadores, movimento que só passa a ter alguma reversão após a crise de subprime em 2008. Mesmo assim, pode-se dizer que a reversão da trajetória dos indicadores de vulnerabilidade (de queda para crescimento), não se dá de forma acentuada, sendo que os níveis de vulnerabilidade indicados continuam em patamares inferiores aos observados nas fases anteriores a 2003.

#### **2.4 Uma análise alternativa: estudo dos estoques do balanço de pagamentos**

Historicamente, quando se analisam os determinantes do processo de ajuste do balanço de pagamentos em diferentes países, tem-se o movimento das transações correntes como importante determinante do ajuste das contas externas. O BP registra os fluxos de bens, serviços e de movimentos financeiros entre o país e o exterior num determinado período contábil, ou seja, as transações entre residentes e não residentes da economia doméstica, no período considerado. Outra dimensão importante da análise refere-se à análise dos estoques, chegando-se ao conceito de Posição Internacional de Investimento (PII) ou, inversamente, de Passivo Externo Líquido (PEL). Na verdade, a análise da PII/PEL complementa a análise do BP, através do balanço de estoques. Seu objetivo é apresentar, a cada ponto no tempo, o total de ativos e passivos financeiros externos de uma economia.

Conforme vimos, dentre os indicadores tradicionais de vulnerabilidade externa encontra-se aquele que considera a dívida externa um estoque. Um dos componentes de nossa análise de vulnerabilidade externa envolve a proposta de um indicador que considera estoques financeiros do país, e que incorpore a dimensão da possibilidade de reversão deles, daí analisarmos o conceito de PII/PIL.

Nessa seção, propõe-se um indicador que utiliza as estatísticas de estoques de passivo da conta financeira. Por conta disso, iniciamos a discussão apresentando, primeiramente, as definições quanto à posição internacional de investimento (PII), que resume os resultados da interação entre os estoques de ativos e passivos dos balanços de pagamentos. A seguir, apresentamos os dados da PII dos países da América do Sul aqui estudados, e já indicando uma “classificação” inicial. Logo depois, passamos à

apresentação dos resultados do estudo dos cálculos de alguns indicadores tradicionais de vulnerabilidade externa que foram efetuados para os mesmos países. Depois disso, apresentamos, então, a proposta e os resultados do índice de vulnerabilidade (reversão) que propomos na tese para os países que estamos estudando.

#### **2.4.1 Definições quando à Posição Internacional de Investimento (PII)/ Passivo Externo líquido (PEL)**

Segundo Noiye (2009), existem duas maneiras diferentes de se calcular o PEL:

- a) PEL1: O Passivo Externo Líquido 1 é calculado como igual ao déficit acumulado na conta-corrente do balanço de pagamentos (DCCA).
- b) PEL2: O Passivo Externo Líquido 2 é calculado como o estoque do passivo externo menos o estoque do ativo externo, ou seja, o simétrico, ou oposto, da Posição Internacional de Investimento, de forma que o  $PEL2 = -PII$ , ou  $PII = -PEL2$

O cálculo e a apresentação do PEL deste autor seguem a metodologia da quinta edição do manual do balanço de pagamentos do FMI (SIMONSEN & CYSNE, 2007, p. 71-72). A partir daí, a categorização dos estoques de ativos e passivos na PII corresponde aos componentes da conta financeira do balanço de pagamentos (BP), conforme apresentado no quadro abaixo:

**Quadro 2.2 – BP Estoques – Componentes da Posição Internacional de Investimento – PII (ou inversamente, do Passivo Externo Líquido – PEL)**

<b>A) Ativo Externo Bruto (1+2)</b>	<b>B) Passivo Externo Bruto (3+4)</b>
1) Reservas Internacionais	3) Passivo em moeda estrangeira
	3.1 Dívida externa bruta
	3.1A títulos de renda fixa emitidos no exterior
	3.2B Passivo outros investimentos-passivo de moeda e depósitos
	3.2 Ações emitidas no exterior (carteira)
	3.3 Empréstimos intercompanhias (IDE)
2) Estoque de Investimentos Ativo	
2.1 Investimento direto no exterior	4) Passivo em moeda doméstica
2.2 Investimento em Carteira	4.1 Títulos de renda fixa emitidos no país (Carteira)
2.2A Investimento em ações	4.2 Ações emitidas no país (carteira)
2.2B Títulos de renda fixa	4.3 Participação no capital (IDE)
2.3 Derivativos	4.4 Passivo de moeda e depósitos
2.4 Ativo Outros Investimentos	
2.4A Empréstimos	
2.4B Moeda e depósitos	
2.2C Outros	

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Noije (2009)

Conforme Noije (2009) as seguintes igualdades devem se utilizadas no calculo do Passivo Externo liquido:

$$(1) STC_t = -SCF_t + \Delta Res$$

$$(2) \Delta PEL1_t = -STC_t$$

$$(3) - \sum_{i=1} STC_i = PEL1 = DCCA$$

$$(4) PEL2 = P_{ext} - A_{ext}$$

$$(5) A_{ext} - P_{ext} = PII = -PEL2$$

$$(6) PEL2 = PEL1 + V$$

Onde:

X<sub>t</sub>: Variável X no período t

STC: saldo em transações correntes

SCF: saldo na conta financeira

PEL: Passivo Externo Líquido

PEL1: Passivo Externo Líquido1

PEL2: Passivo Externo Líquido2

DCCA: déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos

Aext: Estoque de Ativos Externos

Pext: Estoque de Passivos Externos

V: valorizações ou desvalorizações de ativos externos e passivos externos; monetizações ou desmonetizações de ouro; e alocações ou cancelamentos de DES.

PII: Posição Internacional de Investimento

Dessa maneira, o autor conclui, a partir das igualdades acima, que:

- (i) O saldo em transações correntes é igual ao oposto da conta financeira, ou seja, um déficit em transações correntes no ano  $t$  é financiado pela entrada de capitais estrangeiros no ano  $t$ .
- (ii) Caso  $STC_t \neq -SCF_t$ , ou seja, caso o déficit em transações correntes não seja financiado pelo superávit da conta financeira, a diferença é paga pela variação nas reservas internacionais  $STC_t + SCF_t = \Delta \text{ativos de reservas}$ , o que também implica em um aumento do passivo externo líquido.
- (iii) A entrada de capitais estrangeiros no ano  $t$  implica um aumento do passivo externo líquido 1 (PEL1) no ano  $t$ .
- (iv) O PEL1 pode ser entendido como o *déficit* acumulado na conta-corrente (DCCA) do balanço de pagamentos, ou seja, podemos perceber que o somatório (do oposto) dos saldos em conta-corrente geram o Passivo Externo Líquido 1, retratando a parcela do PEL de uma economia que se explica unicamente em função do histórico de transações entre residentes e não residentes
- (v) PEL1 e o PEL2 só serão iguais caso não ocorram as variações “V”.

Segundo Cysne (2008), boa parte da diferença que se observa entre o PEL2 e o PEL1 pode se explicar em função da valorização das bolsas e da valorização nominal das moedas frente ao dólar. Estes fatos fazem, por exemplo, com que o item da conta de passivo da PII “Investimentos em Ações” tenha seu valor em dólares bastante majorado nos últimos anos (tal item se avalia mensalmente pelo valor de mercado). Outros

passivos da PII, denominados em moeda doméstica (por exemplo, aplicações de não residentes em fundos de renda fixa), também podem ter seus valores em dólares majorados em função da valorização da moeda doméstica. Tais fatos explicam o alargamento da diferença entre o PEL2 e o PEL1, tendo em vista que são captados pelo PEL2, mas, por definição, não são captados pelo PEL1.

Noije (2009) ressalta que o cálculo do PEL1 seria mais simples, no entanto, o cálculo do PEL2 mostra-se mais adequado para a análise da vulnerabilidade externa. O cálculo do PEL2 deve ser feito da seguinte maneira:

$$PEL2 = Pext - Aext \text{ ou } PEL2 = -PII$$

Assim, iremos considerar as seguintes identidades para realizar a discussão:

$$PEb = Dext + Eext$$

$$AEb = RES + Edom$$

$$PEL = (Dext + Eext) - (RES + Edom)$$

$$DEL = Dext - RES$$

$$PEL = DEL + (Eext - Edom)$$

*PEb*: Passivo Externo Bruto (B)31

*Dext*: Dívida Externa Bruta (3)

*Eext*: Estoque de Investimento Estrangeiro no País (4)

*Aeb*=Ativo Externo Bruto (A)

*RES*: Reservas Internacionais (1)

*Edom*: Estoque de Investimento Doméstico no Exterior (2)

*PEL*: Passivo Externo Líquido (B - A)

*DEL*: Dívida Externa Líquida (13)

Ainda de acordo com Cysne (2008), a diferença entre o PEL2 e a DEL se explica porque o conceito de dívida externa bruta incorpora apenas três dos itens que compõem o conceito de passivo externo bruto: os títulos de renda fixa emitidos no exterior, os créditos comerciais e os empréstimos obtidos no exterior. Ficam de fora do conceito de dívida bruta, mas não do conceito de PEB, os itens representativos de investimentos estrangeiros diretos; de investimentos em ações; de investimentos de renda fixa denominados em reais; de derivativos e de “moedas e depósitos”.

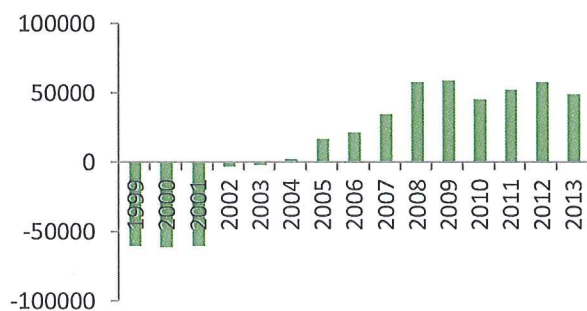
Outro fator importante destacado pelo autor é o de que enquanto na DEL a quase totalidade dos itens se denominam em moedas internacionais (particularmente dólares e euros), outra parte é denominada em moeda nacional. Como se sabe da experiência internacional, passivos denominados em moeda doméstica são bem mais procurados em momentos de crises externas, tendo em vista que seu valor de mercado em moeda estrangeira costuma reduzir-se automaticamente em tais situações. Logo, para uma análise mais completa, deve-se considerar não apenas o PEL1 ou o PEL2, mas também a DEL.

#### 2.4.2 Perfil da Posição Internacional de Investimento dos Países da América do Sul

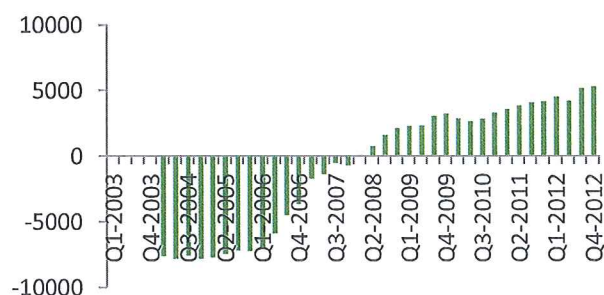
Para iniciar a discussão, analisamos o perfil da Posição Internacional de Investimento (PII) dos Países da América do Sul, com o intuito de indicar algumas especificidades, que permitam uma classificação dos países em relação à vulnerabilidade. Esta abordagem para a classificação segue indicações já apontadas no capítulo anterior, quando foi destacada a diversidade da estrutura econômica e financeira dos países e o fato de que é necessário observar as características particulares de cada um deles quando tratamos das relações financeiras estabelecidas entre cada um deles e o exterior. A partir dessa discussão, parte-se para a análise do índice de vulnerabilidade proposto para os países selecionados.

Analisando a Posição Internacional de Investimento dos países estudados da América do Sul e a partir da observação dos Gráficos 2.5 a 2.15, podemos destacar que até 2008 todos os países analisados, à exceção da Argentina, Equador e Venezuela apresentam PII negativa.

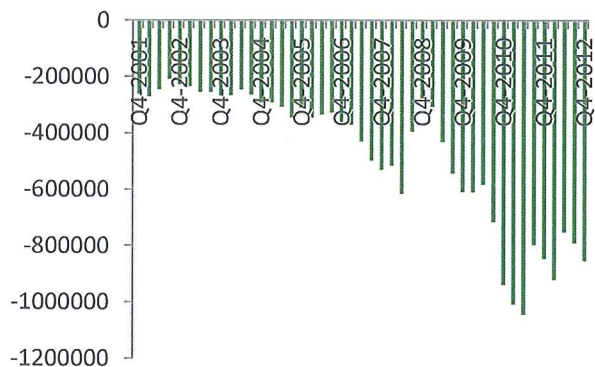
**Gráfico 2.5: PII Argentina, dados anuais em US milhões**



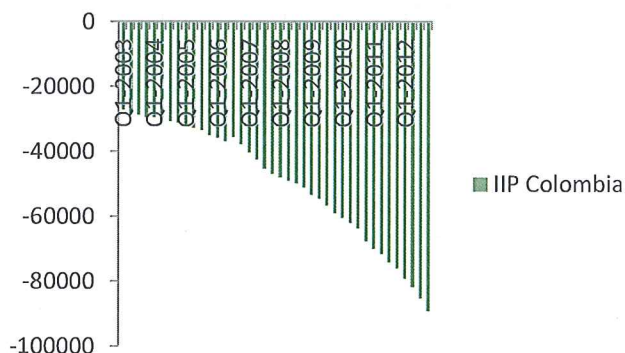
**Gráfico 2.6: PII Bolivia, dados trimestrais em US milhões**



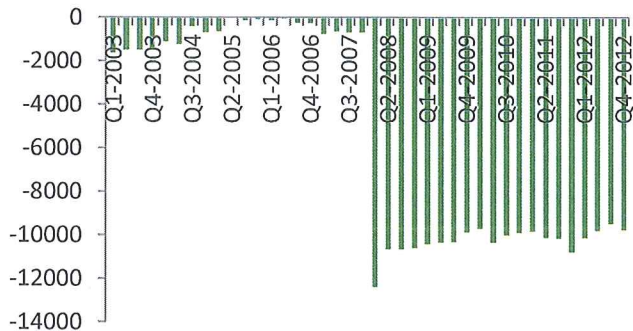
**Gráfico 2.7: PII Brasil, dados trimestrais em US milhões**



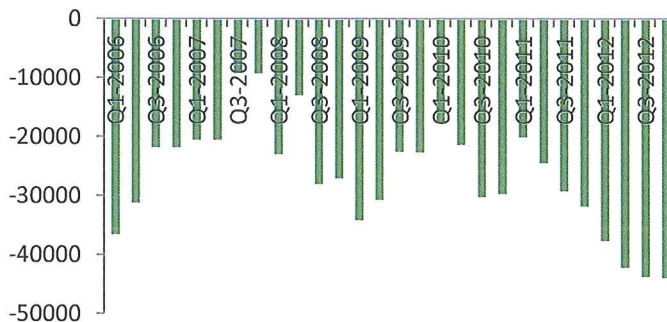
**Gráfico 2.8: PII Colombia, dados trimestrais em US milhões**



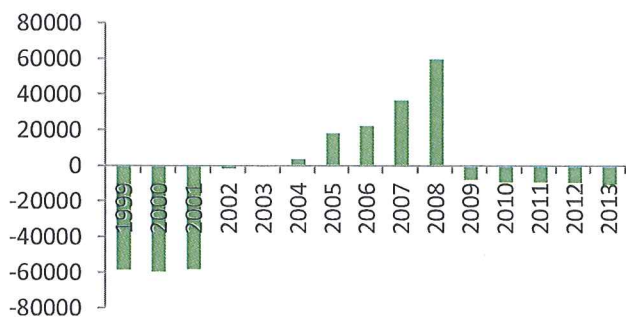
**Gráfico 2.9: PII Costa Rica, dados trimestrais em Us milhões**



**Gráfico 2.10: PII Chile, dados trimestrais em US milhões**



**Gráfico 2.11: PII Equador, dados anuais em US milhões**



**Gráfico 2.12: PII Peru, dados trimestrais em US milhões**

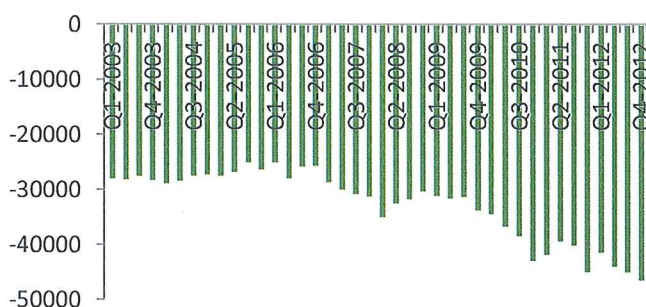


Gráfico 2.13: PII Paraguai, dados trimestrais em US milhões

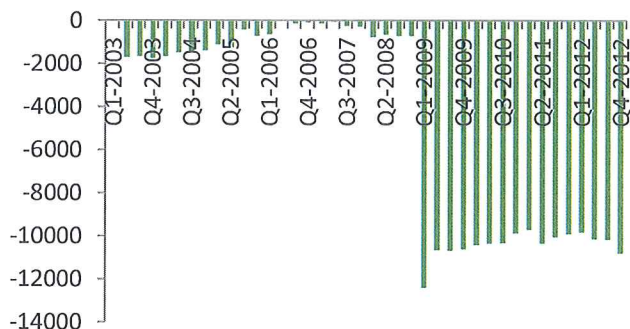


Gráfico 2.14: PII Uruguai, dados anuais em US milhões

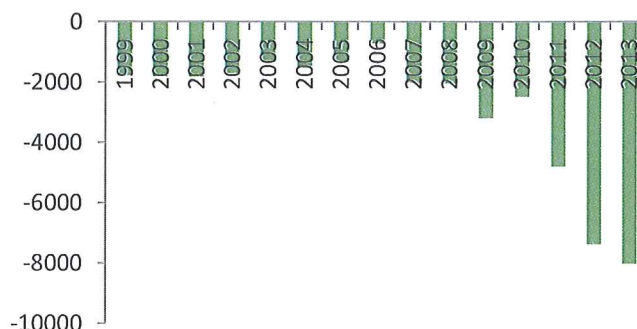
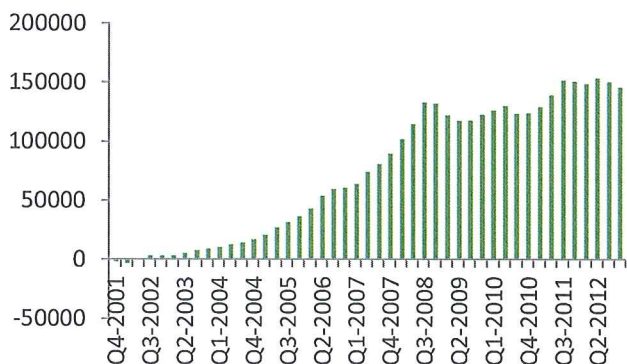


Gráfico 2.15: PII Venezuela, dados trimestrais em US milhões



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IFS – FMI

Gráfico 2.16 – PII Países da América do Sul

em US\$ milhões – dados

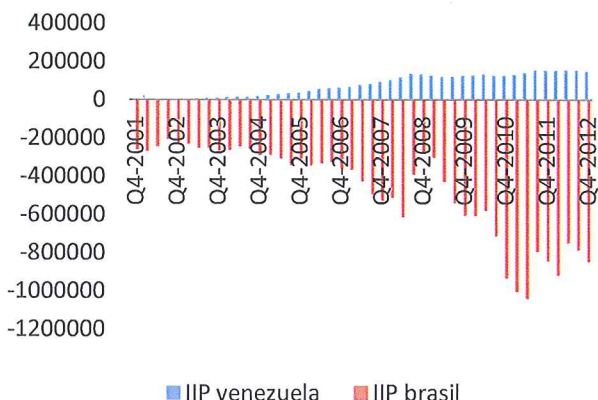
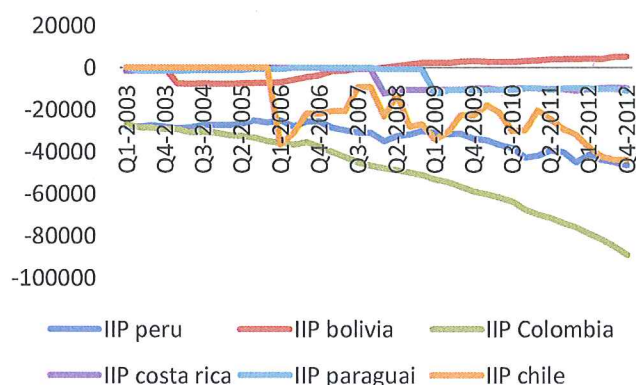


Gráfico 2.17 – PII Países da América do Sul

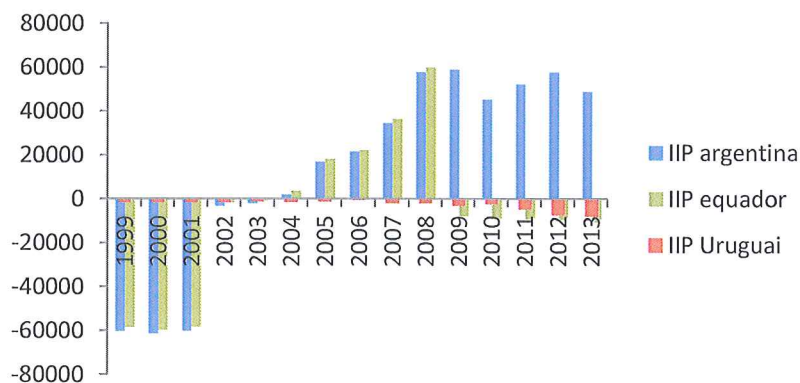
em US\$ milhões – dados trimestrais



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IFS – FMI

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IFS - FMI

**Gráfico 2.18: PII Países da América do Sul em US\$ milhões – dados anuais**



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IFS – FMI

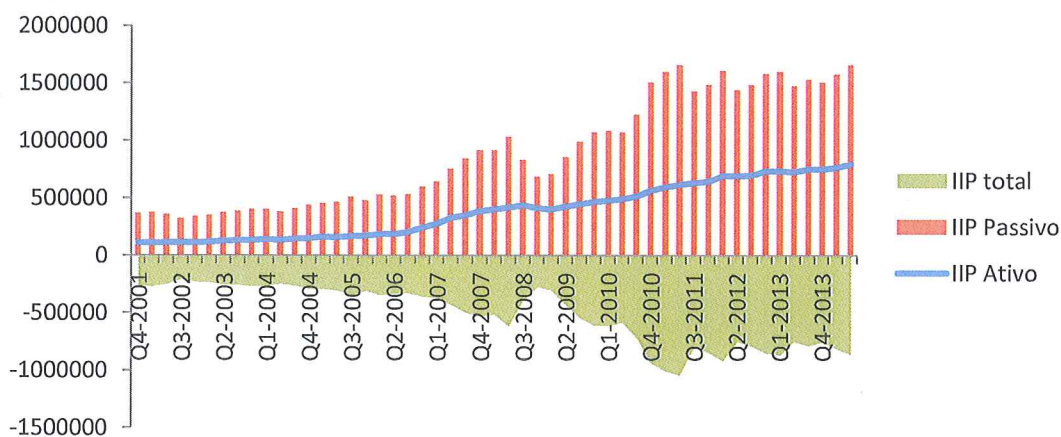
Analisando os gráficos, é possível ainda destacar as seguintes dinâmicas:

- (i) Existência de dois países selecionados que apresentam resultados extremos: de um lado, o resultado fortemente negativo do Brasil, aprofundando esta dinâmica depois de 2008; e, de outro, os valores quase que simetricamente positivos da Venezuela, depois de 2003;
- (ii) Brasil, Colômbia, Costa Rica, Equador, Peru, Paraguai e Uruguai apresentam resultados mais fortemente negativos depois da crise de subprime;
- (iii) Há uma mudança de dinâmica para Argentina e Bolívia, que vão melhorando o resultado de sua PII após 2008, sendo que a Argentina passa a apresentar PII positiva em meados desse ano.

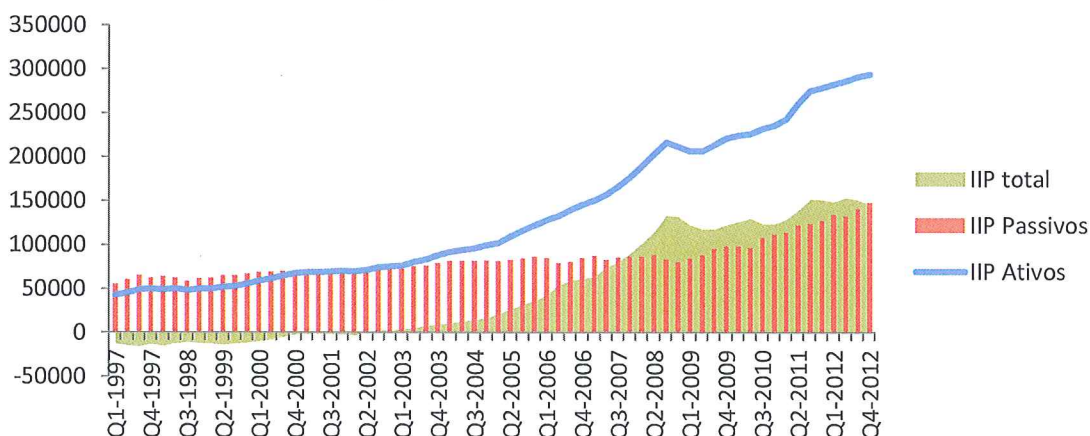
Apesar de ser possível detectar grupos de países que apresentam semelhanças entre si, um dos fatores que destacamos é o de que os países estudados apresentam dinâmicas muito diferentes em seus balanços de pagamentos e em suas contas financeiras, refletindo a heterogeneidade existente na região, questão já destacada desde o primeiro capítulo da tese.

Conforme comentamos, chama atenção as “dinâmicas limites” da Venezuela e do Brasil. O primeiro país, apresentando um crescimento expressivo dos estoques de ativos após 2003 e, o segundo, um crescimento expressivo do estoque de passivos, o que pode ser observado nos Gráficos 2.19 e 2.20.

**Gráfico 2.19: Brasil: IIP ativos e passivos em US\$ milhões**



**Gráfico 2.20: Venezuela: ativos e passivos em US\$ milhões**



Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados do IFS FMI

O nosso ponto a este respeito é o de que a análise dos resultados da PII (ou do PEL, inversamente) não nos indica, de fato, as condições de vulnerabilidade financeira do país, sendo importante analisar mais a fundo esta questão. Como veremos adiante, o caso da Venezuela será esclarecedor, assim como o caso do Brasil.

A análise que desenvolveremos a seguir, referente à construção de um índice de vulnerabilidade financeira (reversão), em conjunto com a análise dos componentes da volatilidade da conta financeira, nos darão mais elementos para avançar na compreensão das distintas dinâmicas, possibilitando uma melhor classificação dos países estudados.

### 2.4.3 Indicador síntese de Vulnerabilidade Financeira (reversão)

Conforme comentado nas seções anteriores, seguimos a interpretação de que quanto maior o peso dos capitais com viés de curto prazo na conta financeira do balanço de pagamentos, maior a possibilidade de reversão de recursos, a partir de variações de fatores conjunturais, fora do controle do país (CORRÊA, BIAGI & MOLLO, 2006). A perspectiva é a de que o direcionamento de parte importante desses capitais depende do ciclo financeiro internacional, sendo afetados pela política monetária dos países centrais, especialmente a política monetária americana, refletindo o comportamento das taxas de juros internacionais. Se os estoques de passivos gerados por estes fluxos forem substantivos em relação às reservas do país, isto estará indicando uma vulnerabilidade, na medida em que uma possível reversão dos recursos impactará fortemente sobre o país.

Os fluxos que podem se reverter mais rapidamente e que, portanto, têm um “viés de curto prazo”, são aqueles relacionados a investimentos em carteira, a moedas e depósitos e derivativos. A indicação é a de que estes são fluxos que podem ser rapidamente afetados por variações conjunturais, por exemplo, dos mercados financeiros globais. Neste sentido, os estoques variam em resposta a uma saída de recursos ou entrada. Podem mudar também por variações de preços dos ativos/passivos (como o do caso do mercado acionário) ou mesmo por variações do câmbio.

O que se pretende destacar nesta parte do trabalho refere-se à construção de um indicador de vulnerabilidade financeira que leve em conta o peso desses passivos em relação às reservas. Mas a proposta não é só esta. A ideia é combinar a esta análise também um estudo de fluxos, para verificar quais são os fluxos financeiros que mais influenciam na volatilidade da conta financeira. A análise da vulnerabilidade financeira engloba então a verificação conjunta desses dois elementos: de fluxo e de estoque.

Ainda nesta seção estamos nos dedicando à proposta do indicador de vulnerabilidade financeira (reversão), considerando a análise dos estoques e, na outra seção, procederemos à análise do perfil dos fluxos<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> Quanto à necessidade de se construir indicadores que levem em conta o perfil da conta financeira, vários autores já indicaram esta questão. Citamos Prates, Vals & Corrêa (2006), Paineira & Carcanholo (2002). Estes últimos, ao justificarem a escolha dos indicadores de vulnerabilidade que irão considerar em seu trabalho, colocam que: “Como a preocupação deste trabalho se assenta nos efeitos da abertura

A primeira proposta é a da construção de um indicador mais simplificado de vulnerabilidade financeira que considere o potencial de reversão dos fluxos e que possa ser levantado para diferentes países, a partir de dados disponíveis. Conforme comentado acima, o indicador proposto envolve a relação entre os estoques com “viés de curto prazo” e as reservas. Isto porque, em caso de fuga rápida de recursos, são as reservas do país que têm o potencial de cobri-los.

É importante comentar que os estoques de ativos, detidos pelo setor privado, apesar de significarem direitos sobre recebimentos na moeda internacional, não estão disponíveis para serem usados pelo governo nos momentos de fuga de recursos. Nesses momentos, a depender da magnitude da fuga de recursos, o Estado atua utilizando as reservas<sup>43</sup>. Um comentário importante referente ao indicador proposto é o de que os indicadores tradicionais, que levam em conta a dívida externa, não consideram a dimensão que estamos considerando. Levam em conta os estoques de dívida, mas não consideram, por exemplo, os títulos de renda fixa detidos por estrangeiros e negociados no país, como também não consideram os passivos de aplicações de estrangeiros em ações (negociadas no país ou no exterior).

No que se refere ao indicador, pode ocorrer um aumento do estoque de passivos externos, mas um crescimento das reservas, proporcionalmente menor. Isto causará uma piora no indicador de vulnerabilidade financeira, mesmo se os ativos externos (excetuados das reservas) tiverem crescido proporcionalmente mais. Isto por que, em períodos de maior instabilidade, as reservas são vistas como um colchão de liquidez, para segurar uma desvalorização excessivamente abrupta do câmbio que inviabilizaria o pagamento dos compromissos e moeda estrangeira.

---

financeira sobre a vulnerabilidade externa, os indicadores aqui construídos não englobam a importante questão da composição do capital externo ingressante, uma vez que o objetivo central do trabalho se encontra no efeito posterior que este capital ingressante provoca nas contas externas, especificamente na composição do déficit em transações correntes” (PANCEIRA & CARCANHOLO, 2002, p. 7). Logo se vê que eles consideram fundamental que também se destaque os indicadores que levem em conta a composição do capital externo ingressante.

<sup>43</sup>A atuação do Estado envolve o ambiente institucional do país em questão. Uma das possibilidades, por exemplo, é a de dissuadir a compra de dólares nos momentos de instabilidade, através da colocação de títulos públicos, via operações swap, como no caso brasileiro. Ademais, destaca-se que em países que têm mercados futuros de câmbio fortemente ativos, como também é o caso do Brasil, a atuação nesses mercados é fundamental nos momentos de instabilidade, pois em grande parte é nesses mercados que se estabelece a taxa de câmbio.

A partir daí, para medir o peso dos passivos especulativos no balanço de pagamentos do país e que tem alto potencial instabilizador, propomos o indicador de vulnerabilidade financeira (IVF – reversão) abaixo:

$$\frac{ICP\ Trf + ICP\ ações + OIP\ Moedas\ e\ Depósitos + Derivativos\ P}{Reservas}$$

Onde ICP Trf é o investimento em carteira em títulos de renda fixa de estrangeiros (passivo); ICP ações é o investimento em carteira em ações de estrangeiros, OIP Moedas e Depósitos é o fluxo de outros investimentos em moeda e depósitos de estrangeiros e Derivativos P corresponde aos fluxos de derivativos de estrangeiros.

Desta forma, se o resultado for maior que um, significa que os estoques externos que têm possibilidade de rápida reversão são maiores do que o estoque de reservas. Quando o resultado cai, indica uma melhora da vulnerabilidade. Isto significa que as reservas aumentaram ou que os passivos especulativos caíram relativamente e vice-versa.

É claro que esta é apenas uma dimensão da vulnerabilidade financeira, sendo que este indicador busca expressar o perigo da reversão de recursos. Destacamos ainda o fato de que a perspectiva apontada por este indicador deve ser analisada em conjunto com outros elementos, sendo que um dos fatores adicionais será discutido na próxima seção e refere-se à análise do perfil da volatilidade da conta financeira.

Conforme se pode observar, o indicador considera os fluxos que conformam o que chamamos de “terceiro nível” de abertura da conta financeira. Nestes termos, para o desenvolvimento desse trabalho foram utilizados os dados do IFS FMI, na medida em que os dados apresentados na CEPALSTAT não apresentam os estoques no “terceiro nível de abertura”, conforme proposto pelo indicador. Os dados são apresentados em periodicidade trimestral, mas cabe mencionar que, para os casos da Argentina, Equador e Uruguai, os dados de estoques encontrados são apenas anuais.

### *Resultados encontrados e análise*

Mesmo considerando nossa proposta de que este seja um indicador a ser utilizado para a análise da vulnerabilidade financeira externa, as observações abaixo devem ser destacadas, antes que comecemos nossa análise. Em primeiro lugar, países que têm institucionalmente mercados de capitais mais complexos e desenvolvidos, bem como mercados domésticos sofisticados, que negociam com títulos de renda fixa (títulos de diferentes maturidades, mercados secundários dinâmicos, sistemas de liquidação e custódia, regulação de abertura de capitais que permita a entrada e saída desses recursos), podem atrair magnitudes expressivas de capitais externos. Por um lado, isto ocorre, especialmente, se os países em questão apresentam fortes diferenciais de juros em relação aos oferecidos pelos mercados dos países centrais (considerando também a discussão de juros cobertos). Por outro lado, também pode haver forte potencial de atração quando se apresenta a possibilidade de ganhos em mercado acionário por diferenças de preços. Estes são capitais especulativos que podem se reverter rapidamente, conforme mencionado e o que queremos destacar é que a institucionalidade dos mercados financeiros e de capitais importa na análise.

Destaques devem ser feitos a respeito dessa questão. Para esses países, alguns destes fundos podem investir em ações e em títulos de renda fixa no mercado interno do país periférico que está sendo considerado. No caso das ações, cada vez que há um movimento de instabilidade, podem ocorrer vendas maciças (especialmente se elas são mantidas por grandes operadores), fazendo com que o seu preço caia. Neste caso, teremos uma queda nesses passivos, por que o valor contábil das ações caiu.

Além disso, na medida em que a ação é denominada uma “moeda fraca”, em momentos de instabilidade, a taxa de câmbio se deprecia e o valor em dólar cai. Isto também ocorre para o caso das aplicações de Investimentos em Carteira de Estrangeiros aplicados no país. Ou seja, nos momentos de instabilidade, a desvalorização do câmbio provoca a queda do valor das aplicações de estrangeiros em moeda nacional (ações ou títulos de renda fixa) e isto gera a queda nos estoques de passivos. Neste sentido, caso haja uma fuga, gera-se a necessidade de menos recursos em dólar, no momento da reversão.

Para o caso de países periféricos que não apresentam mercados de capitais avançados, nem títulos de renda fixa internos diversificados e que se apresentam limites

ao financiamento interno de longo prazo, a atração de investidores estrangeiros será menor. Quanto aos residentes, podemos destacar duas dimensões. Em primeiro lugar, os Residentes tenderão a lançar títulos de dívida no exterior (em moeda forte) para captar recursos nos momentos de estabilidade. Em segundo lugar, os Residentes detentores de capital tenderão a efetuar aplicações financeiras no exterior e a dinâmica deve ser essencialmente a mesma dos grandes aplicadores internacionais que atuam em mercados periféricos: vão sair do país nos momentos de instabilidade, aplicando em moeda forte (e aumentando, assim, os estoques de ativos do balanço de pagamentos) nessa situação. Ou seja, eles também agirão de forma especulativa.

Mesmo no caso de países que apresentam altos níveis de estoques de ativos em comparação com o de passivos, pode ocorrer que o indicador de vulnerabilidade (reversão) seja elevado. Isto por que a análise se faz na relação passivos CP/reservas, visto que o estoque dos demais ativos não pode ser usado para cobrir as reversões abruptas de recursos.

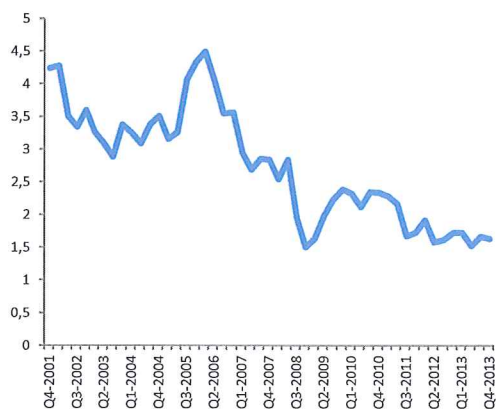
O índice indica o peso dos passivos financeiros reversíveis comparados ao estoque de reservas. Quanto maior o valor desta razão, maior a vulnerabilidade financeira e maior é o potencial de reversão de fluxos do país. O sentido é indicar que o perfil do passivo externo importa para a análise da vulnerabilidade externa. É uma análise diferente daquela que considera o estoque de dívida, pois pretende analisar uma dimensão da vulnerabilidade que não estava sendo considerada.

Analisando-se os Gráficos 2.21 a 2.24, podemos perceber que o período 2003-2007 marca um movimento de queda nesse indicador de vulnerabilidade externa, que cai em geral especialmente a partir de 2005. Outro comentário importante é o de que seria possível destacar dois grupos de países considerando-se os resultados do IVF-R:

(i) o dos países que apresentam índices que atingem patamares em valores superiores a 2: Brasil, Argentina, Equador e Uruguai e

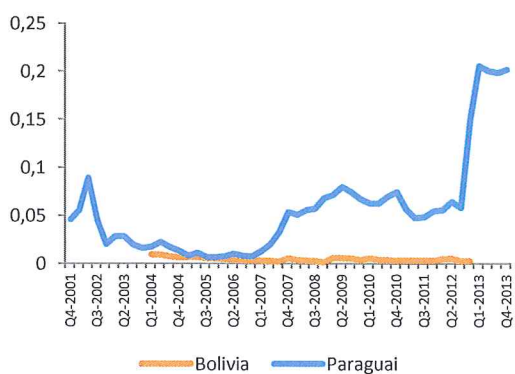
(ii) o dos países que apresentam índices que nunca ultrapassaram estes patamares: Bolívia, Paraguai, Costa Rica, Chile, Venezuela, Uruguai, Peru e Colômbia.

**Gráfico 2.21: IVF-R\*- Brasil**  
(dados trimestrais)



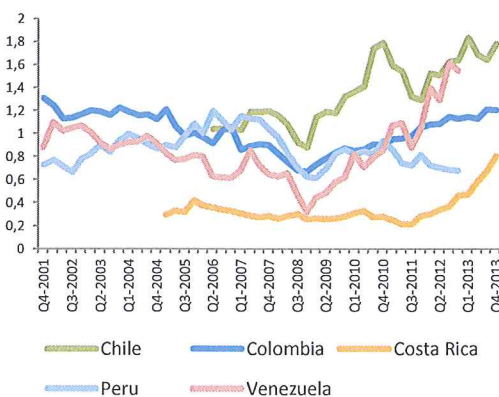
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IFS- FMI\*IVF-R=Índice de Vulnerabilidade Financeira – Reversão

**Gráfico 2.23: IVF-R\*- Bolívia e Paraguai**  
(dados trimestrais)



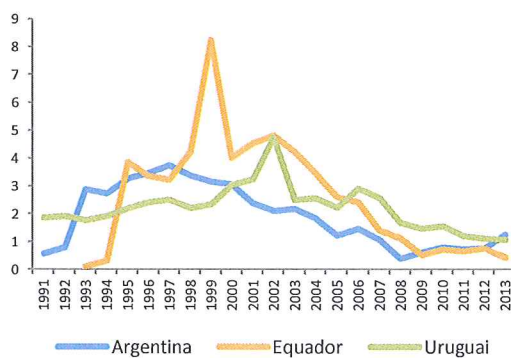
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IFS- FMI\*IVF-R=Índice de Vulnerabilidade Financeira – Reversão

**Gráfico 2.22: IVF-R\* - Chile, Colômbia, Costa Rica, Peru, Venezuela**  
(dados trimestrais)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IFS- FMI\*IVF-R=Índice de Vulnerabilidade Financeira – Reversão

**Gráfico 2.24: IVF-R\*- Argentina, Equador, Uruguai**  
(dados anuais)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IFS- FMI\*IVF-R=Índice de Vulnerabilidade Financeira – Reversão

Ao observar os gráficos, percebe-se que, para o primeiro grupo, o peso dos estoques de passivos reversíveis em relação às reservas já atingiu níveis preocupantes, sendo este um indicador de vulnerabilidade financeira. O caso do Brasil chama a atenção pelos altos níveis dessa vulnerabilidade, especialmente no período anterior a 2003, destacando-se que o mesmo índice passa a apresentar maior convergência com os níveis de indicadores dos demais países da América do Sul, a partir da queda que se observa no período indicado. No caso do Brasil, observamos que o alto nível do indicador no início dos anos 2000 tem a ver com o processo de abertura financeira apresentado pelo país ao longo dos anos 1990 e do alto diferencial de juros apresentado. Isto, somado ao período de expansão e de liquidez mundial, com a estabilidade das taxas de juros americanas no período, definiram um crescimento expressivo do ingresso de recursos de Investimentos em carteira no país, numa dinâmica muito superior à do crescimento das reservas.

Uma consideração importante a este respeito é o fato de que a dinâmica do balanço de pagamentos indicava fortes déficits da balança comercial, mas o ingresso de investimentos em carteira ocorreu em níveis muito superiores ao crescimento do déficit em transações correntes. Na verdade, o Estado comprou reservas, no intuito de não permitir a valorização cambial a partir de determinado patamar, num período em que dominava a dinâmica do câmbio administrado, assim como em vários países da América do Sul.

O que o indicador de vulnerabilidade aponta é que, a despeito do crescimento das reservas, os estoques de capitais especulativos cresceram proporcionalmente mais. A abertura financeira levou a um perfil de balanço de pagamentos mais especulativo, no sentido de que o peso dos capitais com “viés de curto prazo cresceu”. Ou seja, o peso desses passivos indica que elementos conjunturais podem afetar rapidamente os resultados do BP em termos de fluxos e estoques. Neste sentido, o país está mais vulnerável a mudanças de conjuntura.

O caso do Brasil é muito particular, especialmente quando tratamos a magnitude dos volumes ingressantes e o fato de que as aplicações de investimentos em carteira em títulos de renda fixa são importantes para explicar a volatilidade da conta financeira, conforme veremos adiante. Portanto, é possível afirmar que o resultado do Brasil está ligado a três fatores: (i) à sofisticação da institucionalidade do mercado financeiro brasileiro (de negociação de títulos de dívidas e ações), que apresenta a possibilidade de

aplicação em diferentes tipos de títulos (negociados no país e no exterior); (ii) ao elevado diferencial de juros oferecido pelos instrumentos de dívida relacionado a residentes; (iii) à existência do mercado futuro de juros e de câmbio, que permite a adoção de sistemas de proteção.

Para além disso, outra questão que queremos reter é a de que no período 2003-2008 ocorre uma queda expressiva do IVF-R para aqueles países que apresentavam níveis mais elevados, havendo um movimento de convergência dos resultados para o patamar de, no máximo, 2. Assim, em termos gerais para os demais países, também ocorreu um movimento de queda e a exceção é o Peru.

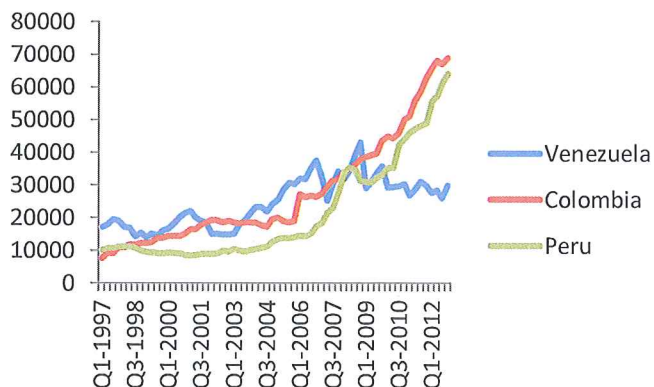
Esta dinâmica de queda da vulnerabilidade financeira (reversão) vai ao encontro da periodicidade construída, na medida em que este é um período de forte liquidez internacional. Como vimos, a isto se agrega o crescimento do comércio mundial e das condições de aumento do preço das *commodities*, que elevou sobremaneira as exportações dos países da América do Sul (em produtos primários e manufaturados ligados a recursos naturais). O resultado é um forte ingresso de exportações e de fluxos financeiros, sendo que, em geral, os países operaram comprando reservas, expressivamente. O crescimento das reservas foi de tal magnitude que se deu em níveis proporcionalmente maiores do que o do ingresso dos capitais especulativos. Nestes termos, o que explica a melhora do indicador para os países é o crescimento do nível de reservas (Gráficos 2.25 a 2.29), mais do que a perda de dinâmica dos fluxos especulativos.

Mais uma vez, destaca-se, em especial, o caso do Brasil. Pelo Gráfico 2.26, percebe-se o crescimento vertiginoso das reservas e do colchão de liquidez que elas formaram. Um fato que não é desenvolvido, mas que precisa ser mencionado, é o de que o crescimento das reservas tem um impacto importante sobre a dívida pública. Devido ao fato de que as reservas são aplicadas em títulos estáveis no exterior (*treasury bonds*) que são remunerados a uma taxa mais baixa, por serem menos arriscados, e os títulos da dívida são remunerados à taxa Selic (mais alta do que aquelas distribuídas por títulos estáveis), ao comprar reservas é necessário emitir dívida pública para compensar o diferencial de juros entre a Selic e a taxa *treasury*, isto provoca um lançamento de dívida nova para cobrir a diferença, provocando um aumento da dívida pública líquida.

**Gráfico 2.25 - Reservas da Venezuela**

Colômbia e Peru em US\$ Milhões

(dados quadrimestrais)

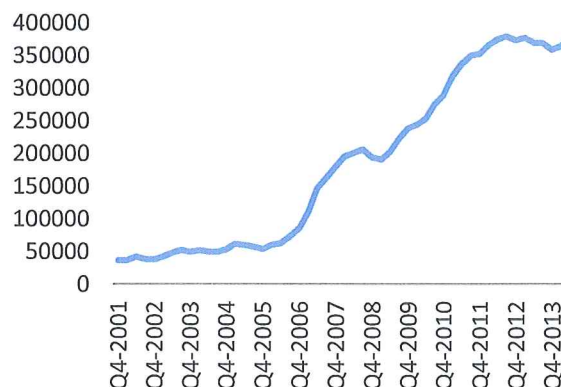


Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFs-FMI

\*Os dados da Colômbia consideram a versão BPM6 para os dados pós 2008 e os dados dos demais países BPM5

**Gráfico 2.26 - Reservas do Brasil**

em US\$ Milhões – dados quadrimestrais

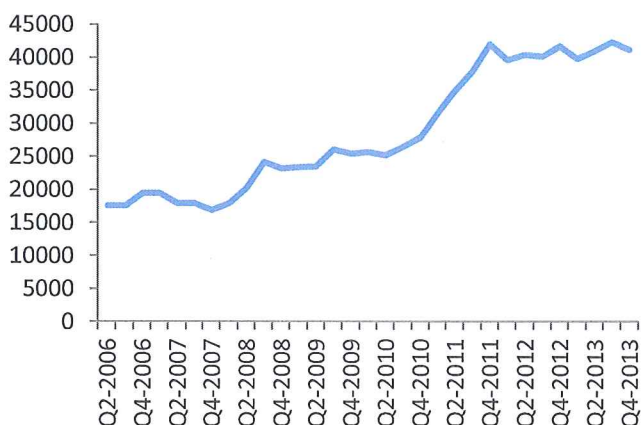


Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFs-FMI

\*Os dados do Brasil consideram a versão BPM5

**Gráfico 2.27- Reservas do Chile em US\$ Milhões**

(dados quadrimestrais)

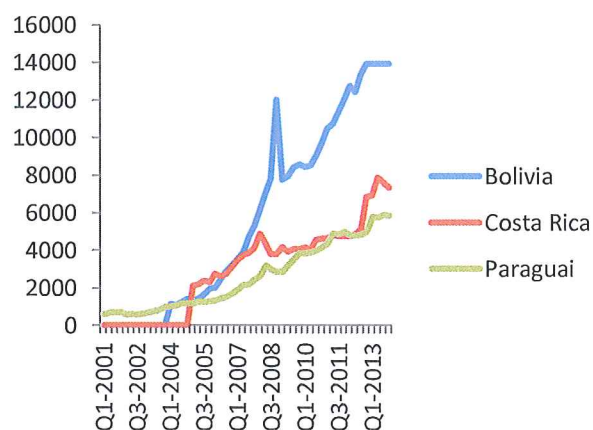


Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFs-FMI

\*Os dados do Chile consideram a versão BPM6 para os dados pós 2008

**Gráfico 2.28 - Reservas da Bolívia, Costa Rica**

e Paraguai em US\$ Milhões (dados quadrimestrais)

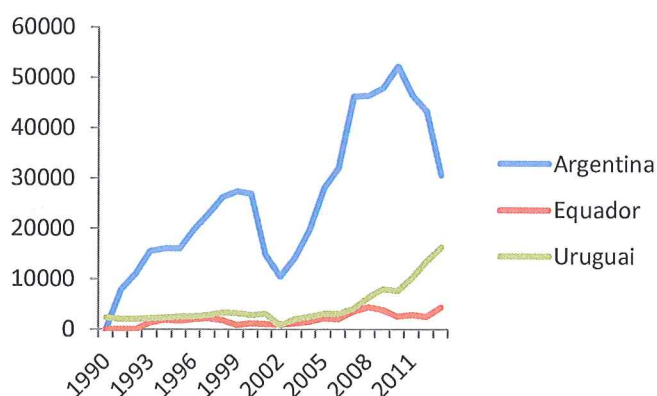


Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFs-FMI

\*Os dados da Colômbia consideram a versão BPM6 para os dados pós 2008 e os dados dos demais países BPM5

### Gráfico 2.29- Reservas da Argentina, Equador

Uruguai em US\$ Milhões (dados anuais)



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFs-FMI

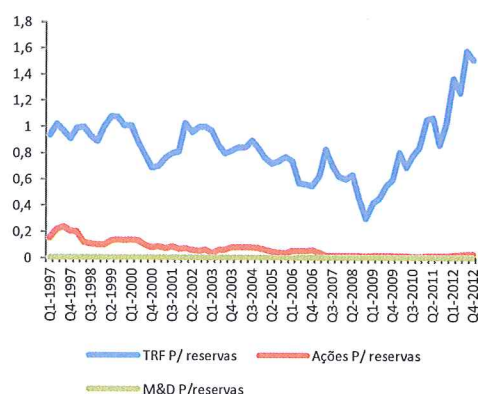
Após 2008, os indicadores voltam a crescer, sendo que, no caso do Brasil, isto ocorre, de fato, após 2011, quando se observa o crescimento das dificuldades de pagamento dos bancos europeus, impactando sobre a dinâmica da liquidez internacional.

Após a crise de subprime, a queda das taxas de juros americanas, seguida pela queda das taxas dos países centrais, provoca um forte direcionamento de recursos aos países periféricos que apresentam altos diferenciais de juros, sendo que ocorre a expansão da entrada de recursos de investimentos em carteira em diferentes países da América do Sul. Como citamos anteriormente, o Brasil é um dos países para os quais se observou um movimento expressivo dos investimentos em carteira mundiais, especialmente dos investidores institucionais. Também houve forte direcionamento de investimentos diretos. Ora, isto ocorre ao mesmo tempo em que o comércio mundial se problematiza, os preços das *commodities* são reduzidos e os resultados da balança comercial dos países da América do Sul perdem o vigor.

Um fato adicional a comentar é o de que, no caso do crescimento do indicador de vulnerabilidade (reversão), chama a atenção os movimentos ascendentes do Chile,

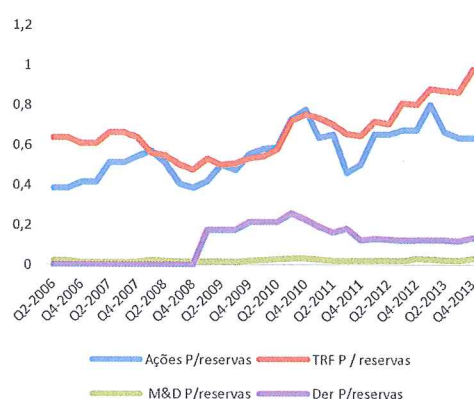
Venezuela e Peru, sendo que o segundo apresenta PII positiva. Para o caso dos dois primeiros, podemos observar o crescimento dos estoques de passivos de investimentos em carteira após 2008. No caso da Venezuela chama a atenção o aumento dos passivos de títulos de renda fixa (TRF P) em relação às reservas. No Chile o mesmo ocorre, mas o indicador TRF P/Reservas é menor. Em ambos os casos o principal movimento é o do crescimento dos passivos, mas há também um movimento de queda das reservas. O que chama a atenção é o fato de que o indicador dos dois países converge para o nível do indicador do Brasil.

**Gráfico 2.30 – Venezuela: Componentes do IVF-R\***



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IFS-FMI \*Indicador de Vulnerabilidade Financeira – Reversão

**Gráfico 2.31- Chile: Componentes do IVF-R\*\***



Fonte: : Elaborado pelo autor a partir de dados do IFS-FMI \*Para o Chile, os dados pós 2008 apresentam a metodologia BPM6 \*\*\*Indicador de Vulnerabilidade Financeira – Reversão

Para o caso do Brasil, há uma melhora do indicador após 2008, indicando o forte ingresso dos recursos da conta financeira e a manutenção das reservas, apesar da piora do resultado da balança comercial e da conta-corrente. Mas para Venezuela e Chile, há uma piora já a partir daí.

Em termos gerais, podemos dizer que a queda do Indicador de Vulnerabilidade Financeira (reversão) entre 2003 e 2008 esteve fortemente vinculada ao crescimento das reservas, pelo efeito conjunto da liquidez internacional e do bom desempenho das

balanças comerciais dos países da América do Sul. No entanto, o que fica claro pelos dados pós 2008 é que esta situação tende a piorar na medida em que o comércio exterior arrefece; mantém-se o peso dos estoques de passivos voláteis (Chile e Venezuela crescem) e a trajetória das reservas tende a decrescer. A importância do indicador de vulnerabilidade (reversão) indicado se coloca, na medida em que se apresenta a possibilidade de mudança da política monetária dos Estados Unidos, na direção do aumento de sua taxa de juros básica. Em outros termos, para os países que apresentaram um aumento do indicador que relaciona os capitais voláteis e especulativos com as reservas, este perigo é maior.

O objetivo principal deste indicador é o de compreender a dinâmica dos estoques da conta capital e financeira do balanço de pagamentos de países periféricos. A conta financeira do balanço de pagamentos registra a fuga repentina de recursos das economias em momentos de instabilidade do balanço de pagamentos.

## **2.5 Análise dos fluxos do Balanço de Pagamentos**

Para além da análise do perfil do estoque dos passivos, propomos que, para analisar a questão da vulnerabilidade financeira externa referenciada à questão da possibilidade de reversão de fluxos, se considere uma análise adicional: a que estuda quais fluxos mais contribuem para a variância da conta financeira. O intuito é o de analisar a dinâmica dos fluxos componentes, nos diferentes períodos e, também, é importante para verificar a diferença que se observa entre os países.

Para checar esta segunda questão, analisaremos a volatilidade da conta financeira. A ideia é a de que a volatilidade dessa conta é um fator desestabilizador, especialmente para os países que possuem um elevado Indicador de Vulnerabilidade Financeira, segundo análise apontada acima. Para efetuar esse estudo, inicialmente apresentamos a metodologia utilizada e passamos a analisar os resultados encontrados para os países da América do Sul que estamos estudando. Na apresentação dos resultados já efetuamos uma organização por grupos de países, que têm características minimamente semelhantes.

### 2.5.1 Metodologia

Para a análise do perfil da volatilidade, consideramos importante verificar quais os fluxos mais contribuem para sua ocorrência. Esta análise tem também cunho operativo, a fim de esclarecer elementos da dinâmica dos fluxos, contribuindo para a definição da política de controle de capitais, por exemplo.

Para tal, usamos a metodologia proposta por Pereira (2015). Esta metodologia explicita a composição da variância da conta financeira, sendo possível observar qual a contribuição de cada um dos fluxos componentes para a sua variância. Para a teoria estatística, a variância total é igual à soma da variância individual de cada um dos componentes considerados, mais duas vezes a covariância de cada par de componentes. Dessa forma, da perspectiva da conta financeira, a variância total é igual à variância de cada uma das subcontas consideradas, mais duas vezes a covariância de cada par de fluxos. Para os três níveis de abertura da conta financeira, teremos os cálculos indicados no Quadro 2.3.

Podemos ver por aí que, por vezes, um determinado fluxo apresenta uma variância e covariância expressivas, mas sua contribuição para a variância da Conta Financeira pode ser pequena. Isto pode ocorrer porque os volumes de recursos envolvidos não são expressivos ou porque o movimento de tais fluxos também afeta pouco a variação dos demais fluxos. Já no caso dos fluxos que têm maior impacto, se observa o efeito conjunto da variância do próprio fluxo, de seu volume de recursos, do impacto de sua variação sobre os outros fluxos. O cálculo da decomposição da conta financeira pode ser observado no Quadro 2.3, a seguir:

#### Quadro 2.3: decomposição da conta financeira

**Para o primeiro nível de abertura:**

$$\begin{aligned} \text{var}(CF) = & \text{var}(ID) + \text{var}(IC) + \text{var}(OI) + \text{var}(der) + 2 * \text{covar}(ID, IC) + 2 \\ & * \text{covar}(ID, der) + 2 * \text{covar}(ID, OI) + \dots + \text{covar}(OI, der) \end{aligned}$$

**Para o segundo nível de abertura:**

$$\begin{aligned} \text{var}(CF) = & \text{var}(IDA) + \text{var}(IDP) + \text{var}(ICA) + \text{var}(ICP) + \text{var}(OIA) + \text{var}(OIP) \\ & + \text{var}(DA) + \text{var}(DP) + 2 * \text{covar}(IDA, IDP) + \dots + 2 * \text{covar}(DA, DP) \end{aligned}$$

**Para o terceiro nível de abertura:**

$$\begin{aligned} \text{var}(CFf) = & \text{var}(IDA) + \text{var}(IDP) + \text{var}(ICA \text{ títulos de renda fixa}) + \text{var}(ICA \text{ ações}) \\ & + \text{var}(ICP \text{ títulos de renda fixa}) + \text{var}(PIC \text{ ações}) \\ & + \text{var}(OIA \text{ moeda e d}) + \text{var}(OIA \text{ other assets}) \\ & + \text{var}(OIL \text{ currency and deposits}) + \text{var}(OIA \text{ other liabilities}) \\ & + \text{var}(DA) + \text{var}(DL) + 2 * \text{cov}(DIA, DIL) + \dots + 2 * \text{cov}(Da, DL) \end{aligned}$$

Fonte: elaborado pelo autor

Assim, a variação do fluxo total depende não só da variância dos fluxos individuais, mas também da correlação entre estes componentes (medida pela covariância). A existência de covariâncias entre os fluxos positivos (negativos) tende a aumentar (reduzir) a variação do fluxo total. A contribuição individual para cada componente é calculada da seguinte forma:

**Quadro 2.4: Cálculo da contribuição de cada subitem da conta financeira**

$$\text{contribuição}(ID) = \text{var}(ID) + \text{cov}(ID, IC) + \text{cov}(ID, OI) + \text{cov}(ID, der)$$

$$\text{contribuição}(IC) = \text{var}(IC) + \text{cov}(IC, ID) + \text{cov}(IC, OI) + \text{cov}(IC, der)$$

$$\text{contribuição}(OI) = \text{var}(OI) + \text{cov}(OI, ID) + \text{cov}(OI, IC) + \text{cov}(OI, der)$$

$$\text{contribuição}(der) = \text{var}(der) + \text{cov}(der, ID) + \text{cov}(der, IC) + \text{cov}(der, OI)$$

$$\begin{aligned} \text{variance}(CF) = & \text{contribuição}(ID) + \text{contribuição}(IC) + \text{contribuição}(OI) \\ & + \text{contribuição}(der) \end{aligned}$$

A contribuição relativa de cada subitem é calculada da seguinte maneira:

$$\frac{\text{contribuição}(X)}{\text{variancia}(CF)}$$

Esta metodologia foi aplicada para 11 países da América do Sul: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, Peru, Paraguai, Uruguai e Venezuela<sup>44</sup>.

Isto posto, algumas considerações precisam ser feitas. Em primeiro lugar, dependendo do país, não havia dados disponíveis para os fluxos relacionados aos derivativos, e, portanto, para eles, a contribuição para este componente não foi incluída nos cálculos. Em segundo lugar, considerando a terceira abertura, houve uma mudança na metodologia utilizada pelo FMI na apresentação dos dados em 2008, sendo que Colômbia e Chile passaram a utilizar BPM6. Também para tornar menos importante esta mudança de metodologia em relação aos resultados obtidos, o estudo dos componentes que mais contribuem para a volatilidade da conta financeira foi dividido em cinco períodos (1990-93; 1994-98; 1999-2002; 2003-2007; 2008-12), o que também permitiu analisar a evolução ao longo do tempo da contribuição dos fluxos e a volatilidade da conta financeira. Os dados da Colômbia e do Chile foram retirados diretamente de seus bancos centrais.

Por fim, cabe ainda explicitar as bases de dados utilizadas. Para os períodos que vão de 1990 a 2002, utilizamos a base de dados do IFS (*International Financial Statistics*) do FMI. Para o período pós 2002:

- Foram utilizados os dados compilados a partir do Banco Central para a Colômbia e Chile, pois eles passam a usar a metodologia BPM6 ao longo dos anos 2000; e na base de dados desses bancos já se encontram disponíveis os dados convertidos a essa metodologia a partir de 2000.
- No caso do Brasil, foram utilizados os dados do Banco Central, ainda na metodologia BPM5, que são os mesmos disponibilizados pelo FMI até o primeiro semestre de 2015, quando montamos nossa base de dados.
- No caso dos demais países, estes não efetuaram conversão para a metodologia BPM6 e foram utilizados os dados do FMI.

---

<sup>44</sup> A gama de países foi escolhida seguindo aqueles que são membros do fundo de reservas latino-americanas.

## *Resultado*

A partir da análise dos dados, podemos organizar essencialmente dois grupos de países em termos da dinâmica da composição dos fluxos financeiros e sua contribuição para a variância da Conta Financeira:

**Grupo 1:** Países em que os fluxos de investimentos em carteira de estrangeiros têm uma contribuição destacada para a volatilidade da conta financeira (em geral, acima de 30%), sendo que a participação de residentes não é determinante na dinâmica. Fazem parte deste grupo: Brasil, Argentina, Colômbia e Equador. Exceto o Equador, são os países que apresentam economias mais complexas e de maior porte na América do Sul. Ademais, vimos também que foram os países que, à exceção da Colômbia, apresentaram os maiores níveis do índice de vulnerabilidade (reversão).

**Grupo 2:** Países em que os fluxos de residentes têm grande contribuição para a variância da conta financeira. Paralelamente, para quase todos eles se agrega ainda o fato de que os fluxos de investimentos em carteira de estrangeiros não contribuem de forma dominante para a variância da conta financeira. São eles: Bolívia, Chile, Venezuela, Paraguai, Costa Rica e Uruguai.

A partir daí, abaixo analisamos os resultados das contribuições dos subfluxos (terceiro nível de abertura) para a variância da conta financeira dos dois grupos. Para cada grupo, apresentaremos as tabelas dos resultados do estudo para cada um dos países, considerando todos os subfluxos analisados. A seguir, apresentaremos os quadros-resumo dos resultados que congregam todos os países do grupo que está sendo analisado e mostram: (i) os fluxos mais importantes para a volatilidade da conta financeira nos períodos estudados, (ii) a direção da volatilidade da conta financeira (crescimento ou queda); (iii) a direção do resultado do IVF-R (crescimento ou queda). Assim, estes últimos quadros permitem uma melhor visualização dos comentários e das comparações interpaíses.

### **(i) Grupo 1**

Considerando-se a dinâmica dos fluxos totais, podemos analisar os fluxos que mais contribuíram para a variância da conta financeira, levando em conta a periodicidade adotada e o “terceiro nível de abertura” da conta financeira.

## Argentina

**Tabela 2.1 – Argentina: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

	AID	PID	AIC trf	PIC trf	AIC ações	PIC ações
1990-93	-1,53%	6,47%	-1,59%	52,26%	-2,00%	13,24%
1994-97	0,01%	14,05%	6,07%	31,96%	-0,35%	8,26%
1998-02	-4,49%	30,91%	-4,37%	38,73%	0,48%	-4,80%
2003-07	-1,16%	-2,20%	0,83%	11,60%	0,04%	1,58%
2008-12	-1,87%	26,28%	2,04%	44,64%	0,01%	0,87%

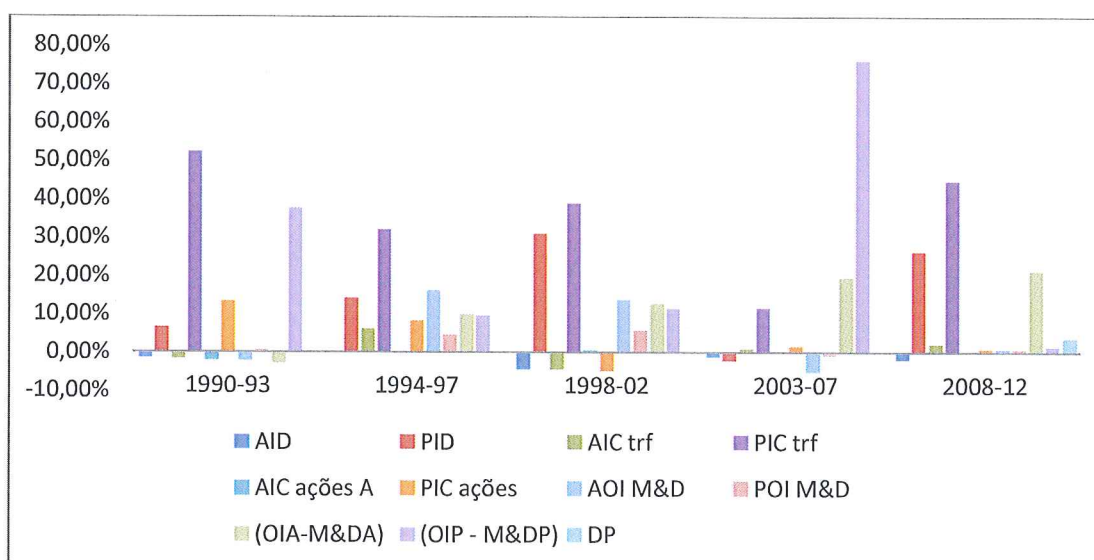
  

	AOI M&D	POI M&D	(OIA-M&DA)	(OIP - M&DP)	DP
1990-93	-2,18%	0,61%	-2,78%	37,50%	0,00%
1994-97	16,14%	4,44%	9,83%	9,60%	0,00%
1998-02	13,75%	5,74%	12,66%	11,39%	0,00%
2003-07	-5,10%	-0,87%	19,38%	75,93%	-0,02%
2008-12	0,88%	0,70%	21,21%	1,49%	3,74%

Fonte: elaboração própria a partir de dados do IFS-FMI \*Período de nova configuração do BP

AID: Ativos investimento direto PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações : passivos em investimentos em carteira em ações AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP) : passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos DP: Passivo de derivativos

**Gráfico 2.32 – Argentina: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaboração própria a partir de dados do IFS-FMI

A Argentina apresenta um desempenho particular em comparação com os demais países do Grupo 1, principalmente nos dois últimos períodos (Tabela 2.1 e Gráfico 2.32). Especialmente entre 2003 e 2007, vemos o crescimento expressivo da participação dos residentes em moedas e depósitos (OIP-M&D) na contribuição para a variância da conta financeira e a queda da participação dos títulos de renda fixa de estrangeiros (PICtrf). Isto tem a ver com o fato de que depois de 2001 o país vem sofrendo com a renegociação de sua dívida externa, na medida em que parte dos detentores da dívida não aceitou a renegociação, fato que afetou a atração de recursos para o país, gerando, conseqüentemente, uma queda desses passivos.

Na verdade, os residentes têm obtido direitos sobre o exterior, comparativamente, num período de queda do acesso a dívidas ofertadas por estrangeiros, quer seja bancária ou em títulos de renda fixa. Nestes termos é que a posição internacional de investimento do país tornou-se positiva.

Mesmo assim, de forma geral, o fluxo que apresenta a principal contribuição para a volatilidade da CF está relacionado com os fluxos de investimento em carteira e a única fase em que isto não ocorre é de 2003 a 2007, podendo-se comentar que neste período específico ocorreu uma mudança de dinâmica como resultado da dificuldade da renegociação da dívida externa. Abrindo-se as contas em seu “terceiro nível de abertura”, podemos constatar que, dentre os investimentos em carteira, são as aplicações de estrangeiros em títulos de renda fixa as que efetivamente contribuem para a variância da conta financeira, enquanto que as aplicações em ações têm baixa contribuição, excetuando-se o primeiro período em que a mesma chega a 13,24%.

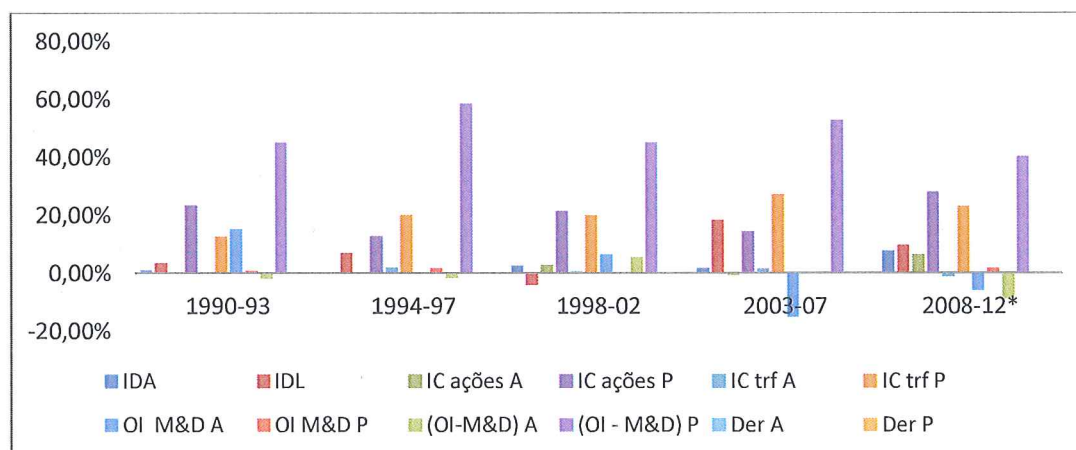
## Brasil

**Tabela 2.2 – Brasil: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

	AID	PID	AIC ações	PIC ações	AIC trf	PIC trf
1990-93	1,04%	3,50%	0,37%	23,38%	-0,07%	12,70%
1994-97	-0,01%	6,97%	0,18%	12,73%	1,81%	20,07%
1998-02	2,64%	-4,10%	2,69%	21,40%	0,68%	19,92%
2003-07	1,76%	18,33%	-0,74%	14,35%	1,45%	27,19%
2008-12	7,66%	9,64%	6,19%	28,08%	-1,32%	23,05%
	AOI M&D	POI M&D	(OIA-M&DA)	(OIP - M&DP)	DA	DP
1990-93	15,07%	0,72%	-1,91%	45,20%	0,00%	0,00%
1994-97	-0,21%	1,69%	-1,75%	58,52%	0,00%	0,00%
1998-02	6,37%	-0,04%	5,35%	45,17%	-0,26%	0,20%
2003-07	-15,29%	-0,04%	0,43%	52,68%	-0,28%	0,15%
2008-12	-6,00%	1,63%	-8,88%	40,24%	-0,38%	0,09%

Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI \*Período de nova configuração do BP. AID: Ativos investimento direto PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa PIC trf: passivo investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações: passivos em investimentos em carteira em ações. AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP): passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos DA: Ativo derivativos DP: Passivo de derivativos

**Gráfico 2.33 – Brasil: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI \*Período de nova configuração do BP

No caso do Brasil, os fluxos que têm a maior contribuição para a variância da CF são os de títulos de renda fixa. Note-se, também, que as aplicações em ações são muito importantes para a explicação da volatilidade da conta financeira brasileira.

Este desempenho do Brasil indica uma diferença fundamental, como dito anteriormente, para com a dos demais países: a da existência de um mercado financeiro doméstico muito sofisticado, destacando-se a negociação de títulos da dívida interna que oferecem grande rentabilidade e baixo risco, além de um dinâmico mercado acionário. Também é importante a aplicação de estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no exterior. Este desempenho tem a ver tanto com títulos soberanos, quanto com a existência de empresas de médio e grande porte, que lançam títulos no exterior.

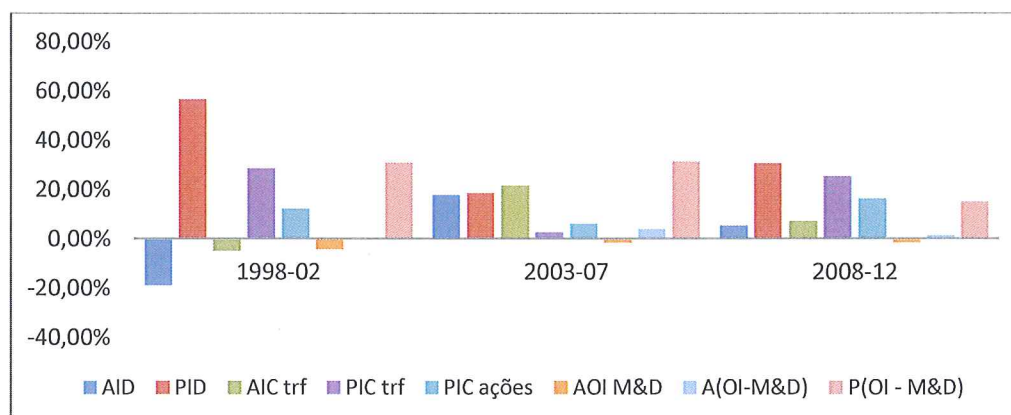
## Colômbia

**Tabela 2.3 – Colômbia : Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

	AID	PID	AIC trf	PIC trf	PIC ações	AOI M&D	(OIA-M&DA)	(OIP - M&DP)
1998-02	-18,83%	56,48%	-4,87%	28,57%	12,07%	-4,19%	-0,10%	30,87%
2003-07	17,82%	18,41%	21,39%	2,70%	6,15%	-1,55%	3,85%	31,24%
2008-12	5,39%	30,61%	7,15%	25,35%	16,37%	-1,42%	1,43%	15,12%

Fonte: Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI \*Período em que se considera a metodologia BPM6. AID: Ativos investimento direto PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa PIC trf: passivo investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações: passivos em investimentos em carteira em ações. AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP) : passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos

**Gráfico 2.34 – Colômbia : Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI \*Período de nova configuração do BP

No caso da Colômbia, a dinâmica especulativa dos investimentos em carteira também tem um peso importante, sendo que a variância desses fluxos contribuiu, em todos os períodos, com mais de 30% da variância da conta financeira, destacando-se, em especial, as aplicações de estrangeiros e aquelas em títulos de renda fixa. As aplicações em ações contribuem em menor peso para a volatilidade da conta financeira, assim como no caso da Argentina.

Uma das especificidades da Colômbia é o fato de que a contribuição dos investimentos diretos de estrangeiros para a volatilidade da conta financeira também é expressiva. Há ainda uma contribuição importante da volatilidade de outros investimentos, mas observe que essa não se centra no movimento de moedas e depósitos e sim nos demais fluxos e centrada nos movimentos de estrangeiros (OIP – M&DP). Isso significa que o fluxo de empréstimos de estrangeiros é importante para a explicação da volatilidade da conta financeira.

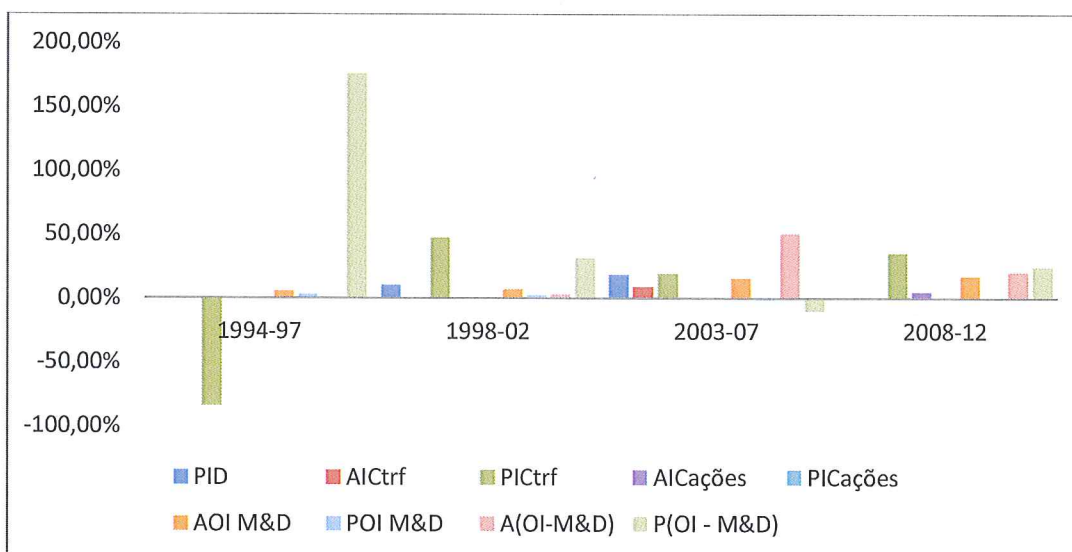
## Equador

**Tabela 2.4 – Equador: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

	PID	AICtrf	PICtrf	AICações	PICações	AOI M&D	POI M&D	(OIA-M&DA)	(OIP - M&DP)
1994-97	0,68%	0,00%	-84,36%	0,00%	-0,01%	5,44%	2,99%	-0,03%	175,30%
1998-02	10,31%	0,00%	47,00%	0,00%	0,02%	6,73%	2,31%	2,59%	31,03%
2003-07	18,13%	8,77%	18,89%	-0,29%	0,06%	15,64%	-1,39%	50,38%	-10,21%
2008-12	0,12%	-0,65%	35,12%	4,80%	0,03%	17,04%	-0,92%	20,29%	24,18%

Fonte: Elaborado pelo autor. PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa PIC trf : passivo investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações : passivos em investimentos em carteira em ações. AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP) : passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos

**Gráfico 2.35 – Equador: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI

Pelos dados apresentados na Tabela 2.4 e no Gráfico 2.35, confirma-se o fato de que o Equador se encontra no grupo de países em que a dinâmica especulativa parece ter maior importância para a explicação da volatilidade da conta financeira. De fato, os fluxos de investimentos em carteira de estrangeiros em títulos de renda fixa (PIC-trf) contribuem fortemente para a variância da conta financeira. A contribuição desses fluxos esteve sempre acima de 30% (ações e títulos de renda fixa) em três dos quatro períodos estudados. Um destaque especial vai para o fato de que as aplicações de

carteira em ações não são centrais na contribuição para a variância da conta financeira. A contribuição dos investimentos diretos sobre a variância da conta financeira não se destacou em nenhum dos períodos, sendo que entre 2003 e 2007 ela impactou apenas em 18,3%.

No primeiro período (1994-1997), pela Tabela 2.4 e o Gráfico 2.35, podemos perceber que são os fluxos de outros investimentos de estrangeiros, excetuados de moedas e depósitos, aqueles que mais contribuem para o nível e direção da variância da conta financeira. Sendo assim, os fluxos de empréstimos são os que mais explicam essa volatilidade. Um fato importante a comentar é o de que os investimentos em carteira em títulos de renda fixa de estrangeiros apresentaram também no mesmo período alta variância, mas contribuindo em sentido inverso, ou seja, para a direção dos movimentos da conta financeira.

### **Análise Conjunta do grupo 1**

Todos os países deste grupo apresentam uma conta financeira em que o comportamento dos estrangeiros (passivos) é central na contribuição para a volatilidade da conta financeira. Conforme já comentado, Brasil, Argentina e Equador fazem parte do grupo de países que apresentou níveis de IVF-R superiores aos demais, no período histórico que estamos considerando.

Observando as tabelas de resultados (Tabelas 2.1 a 2.4) e separando os fluxos que contribuíram com mais de 20% para a volatilidade da conta financeira, montamos os Quadros 2.5 e 2.6 para resumir e comparar os resultados. Uma das observações centrais é a de que os investimentos em carteira de estrangeiros estão em todos os períodos indicados como os fluxos que contribuem expressivamente para a variância da conta financeira. Note-se que para os casos de Argentina, Colômbia e Equador, os investimentos em carteira de estrangeiros em títulos de renda fixa são os subfluxos mais importantes para essa explicação. Para o caso do Brasil, o fluxo de investimentos em carteira de estrangeiros em ações também é fundamental. Quanto ao fluxo de P (OI-M&D), que representa essencialmente os fluxos de empréstimos de estrangeiros, vemos que ele também tende a ter uma contribuição importante. Ainda no que se refere a esses fluxos, eles representam ingressos de empréstimos, saídas de amortizações e empréstimos a autoridades monetárias. Nesse sentido, a dinâmica deles é muito particular, pois o pagamento de amortizações pode gerar uma alta volatilidade, sem que

isto tenha a ver com um movimento instabilizador. Aqui nos interessa analisar o peso dos fluxos com viés de curto prazo na contribuição sobre a volatilidade.

**Quadro 2.5 – Resumo dos principais resultados relativos ao estudo das contribuições dos fluxos para a variância da Conta Financeira por período – 1994-1997 e 1998-2002**

1994-1997		1998-2002	
	Principais Contribuições para a variância	Índice	Principais Contribuições para a variância
Brasil	PICTrf e P(OI-M&D)	Alto acima de 3	PICações ; PICTrf ; P (OI-M&D)
Argentina	PICTrf	Alto acima de 3	PICTrf e PID
Colombia	-	Entre 1 e 1,5	PID; PICTrf; P (OI-M&D)
Equador	PICTrf e P (OI-M&D)*	AltoAcima de 3	PICTrf; P(OI – M& D)

Fonte: Elaborado pelo autor

**Quadro 2.6 – Resumo dos principais resultados relativos ao estudo das contribuições dos fluxos para a variância da Conta Financeira e do IVF-R por período – 2003-2007 e 2008-2012**

2003-2007			2008-2012	
	Índice	Principais Contribuições para a variância	Índice	Principais Contribuições para a variância
Brasil	↓ De 4 para 2,5	PICTrf, PID ; P (OI-M&D)	↓↑	PICTrf; PICações; P (OI-M&D)
Argentina	↓ De 2 para 1	P(OI - M&D) **	↑	PICTrf ; A (OI-M&D); PID
Colombia	↓	Atrf ; OI – M&D	↑	PID; PIC trf
Equador	↓	PID; PICTrf	↑	PICTrf; P (OI-M&D)

Fonte: elaborado pelo autor

Quanto à análise conjunta do Índice de IVF-R e da verificação das principais contribuições para a volatilidade da conta financeira (apresentados nos Quadros 2.5 e 2.6), destacamos os seguintes resultados para os dois últimos períodos:

- No período anterior a 2003, o Brasil, a Argentina e o Equador apresentam altos níveis de IVF-R, indicando o perigo da reversão dos estoques dos capitais com viés de curto prazo em comparação com a magnitude das reservas. A Colômbia, paralelamente, apresenta níveis menores do indicador. Entre 2003 e 2007,

considerando todos os países do grupo, ocorre uma queda dos indicadores de vulnerabilidade (reversão), exceto com a Argentina, que apresenta crescimento. Em geral, considerando a análise conjunta, o grupo apresentou uma menor vulnerabilidade financeira entre 2003 e 2007, pois o crescimento expressivo das reservas contrabalançou o crescimento dos passivos de curto prazo. Note-se que para os casos da Argentina e da Colômbia houve uma mudança de dinâmica, na medida em que os fluxos de Outros Investimentos excetuados de Moedas e Depósitos (que correspondem essencialmente a empréstimos) foram os mais importantes. No caso da Argentina isso tem a ver com a queda de captação de títulos de renda fixa e com a dinâmica dos empréstimos do FMI.

- No período 2008-2013, ocorre uma piora dos IVF-R, exceto para o caso da Argentina, que apresenta melhora. Para os casos da Colômbia e da Argentina, os fluxos de estrangeiros em títulos de renda fixa voltam a aparecer como aqueles que têm maior contribuição para a volatilidade da conta financeira. No caso do Brasil, no último período se destaca a contribuição dos Investimentos de Estrangeiros em ações para a volatilidade.

Em resumo, o que esses indicadores conjuntos estão nos mostrando é que a redução das reservas tem piorado o IVF-R, mas os níveis desses indicadores ainda não retornaram aos altos patamares que ocorreram em períodos anteriores. Um comentário adicional é o de que o valor do IVF-R tem se aproximado para todos os países considerados no grupo.

A consideração do estudo conjunto é a de que o período pós 2008 não apresentou uma piora efetiva para a vulnerabilidade financeira (reversão) desse grupo de países, sendo ele formado pelos países que apresentam economias mais robustas da região, em termos de porte. O Equador é o único país de porte menor que faz parte do grupo em questão.

Outra consideração é a de que, no caso da Argentina, a queda do IVF-R tem a ver com o crescimento das reservas, por conta do dinamismo exportador da economia nesse período, mas também está relacionado à menor captação externa de recursos devida à continuidade da problematização da renegociação da dívida externa do país, desde a crise de 2001.

Mesmo que os resultados da análise da vulnerabilidade financeira não tenham indicado uma piora expressiva no período posterior a 2008, observa-se a necessidade de maior cautela quanto a essa questão, sendo importante entender o comportamento particular dos investimentos em carteira.

Uma reversão abrupta dos estoques de títulos detidos por estrangeiros pode provocar queda de reservas, problematizando as condições de solvência do país. Isto pode ocorrer quando os estrangeiros efetuam movimentos de venda de títulos de renda fixa e ações no mercado doméstico – visando sair do país. Podem também ocorrer quando detentores de títulos brasileiros negociados nos mercados financeiros internacionais decidem vender seus títulos de forma mais concentrada, provocando a queda do preço. Nesse caso, tende a ocorrer, em paralelo, um movimento de compra desses títulos pelos próprios devedores que os lançaram (provocando também a saída de recursos – de residentes e perda de reservas). Na medida em que essa dinâmica dupla dos títulos de renda fixa negociados no país e no exterior ocorra quando os resultados da balança comercial desses países apresentam uma dinâmica menos virtuosa do que a que ocorreu no período entre 2003 e 2007, vemos que a situação se agrava.

## (ii) Grupo 2

Este grupo de países tem a característica comum de que os fluxos de residentes têm uma importante contribuição para variância da conta financeira. Outra característica é a de que, excetuando-se os casos do Peru e da Costa Rica, a variância dos fluxos de investimentos em carteira não tem uma contribuição central para a variância da conta financeira. Uma terceira característica é a de que, excetuando-se o Uruguai, todos os demais países desse grupo são aqueles que apresentaram, historicamente, IVF-Rs abaixo de 2. Dentre eles, Bolívia, Paraguai e Costa Rica apresentaram, historicamente, IVF-R abaixo de 0,8. Ou seja, são países que apresentam uma vulnerabilidade financeira menor à possibilidade de reversão, no sentido ao qual estamos tratando.

### **Bolívia**

Quando analisamos a dinâmica da conta financeira da Bolívia<sup>45</sup>, percebemos importante diferença em relação aos países que apresentam perfil em que dominam

---

<sup>45</sup> No caso da Bolívia, não apresentamos o período anterior a 1994 pela falta de dados, considerando as estatísticas do FMI.

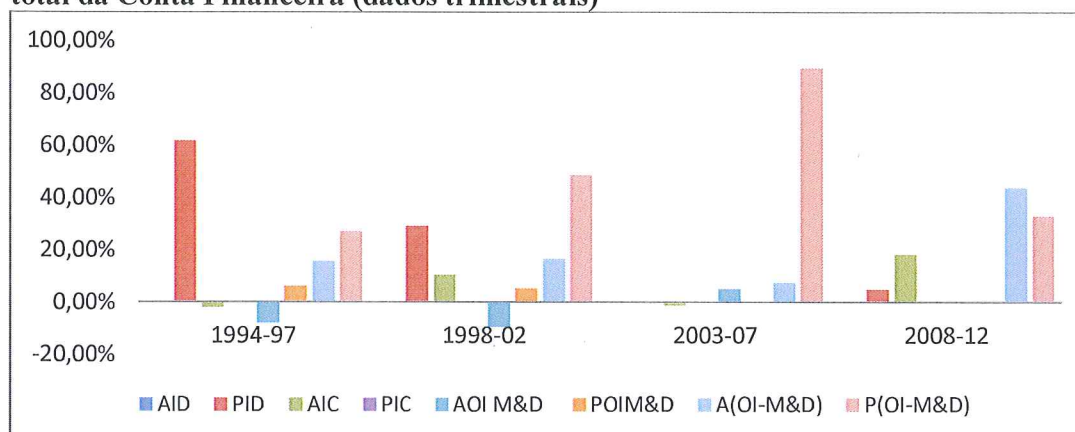
fluxos mais especulativos. De fato, a variância dos fluxos de investimentos em carteira não apresenta um protagonismo para a explicação da variância da conta financeira. Na maioria dos períodos, é a variância dos fluxos de outros investimentos que a explica. Para maior detalhamento, vejamos a abertura de cada uma das grandes contas dos fluxos de outros investimentos e a contribuição da variância dessas subcontas para a variância da conta financeira por períodos, que se encontra na Tabela 2.5.

**Tabela 2.5 – Bolívia: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

	IDA	IDP	ICA	ICP	AOI M&D	POIM&D	A(OI-M&D)	P(OI-M&D)
1994-97	-0,02%	61,64%	-1,94%	0,00%	-8,17%	6,08%	15,50%	26,92%
1998-02	-0,01%	29,05%	10,26%	-0,12%	-9,49%	5,31%	16,53%	48,46%
2003-07	0,00%	-0,39%	-1,32%	0,00%	4,94%	0,00%	7,38%	89,39%
2008-12	0,23%	4,86%	18,05%	0,00%	0,18%	0,00%	43,83%	32,85%

Fonte: elaboração própria a partir de dados do IFS-FMI \*Período de nova configuração do BP AID: Ativos investimento direto PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa PIC trf: passivo investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações: passivos em investimentos em carteira em ações. AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP): passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos DA: Ativo derivativos DP: Passivo de derivativos

**Gráfico 2.36 – Bolívia: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI \*Período de nova configuração do BP

No período 1994-1997, observamos uma dinâmica particular. De fato, enquanto que nos países nos quais a lógica especulativa avançava (expansão dos fluxos de investimentos em carteira), para o caso da Bolívia, a variância dos investimentos diretos de estrangeiros é aquela que tem forte peso no direcionamento da variância da conta financeira (61,64%). Em segundo lugar, vem a variância de outros investimentos excetuados de moedas e depósitos – de residentes (15,50%) e de estrangeiros (26,92%).

Em todos os demais períodos, o fluxo de outros investimentos, excetuados de moedas e depósitos, continua tendo uma contribuição de destaque para a direção e resultado da variância da conta financeira, sendo que no interregno 2003-07 sua contribuição chega a 89,39 %. Nesses termos, os fluxos de empréstimos são importantes para explicar a volatilidade, o que ocorre na maioria dos países conforme já comentado, mas aqui o peso da contribuição é muito alto. Todos os demais fluxos têm baixa contribuição para a volatilidade, como consequência da baixa atração de estrangeiros para a conta de títulos de renda fixa e ações e também o baixo movimento de residentes comprando títulos no exterior. Isso vai ao encontro da perspectiva de que países pouco complexos, com mercados financeiros pouco desenvolvidos, que não apresentam investidores institucionais internos relevantes, tendem a concentrar-se na dinâmica dos empréstimos bancários.

### **Chile**

Para o caso do Chile, observamos que a variância dos fluxos de investimentos em carteira apresenta alto peso para a explicação da variância da conta financeira. No entanto, entrando mais a fundo na análise, notaremos a particularidade de que são os fluxos de residentes em títulos de renda fixa (AICtrf) e ações (AIC ações), que explicam esta dinâmica, o que se observa pelo Quadro 2.6 e o Gráfico 2.3.7. Apenas no primeiro período essa dinâmica é diferente.

**Tabela 2.6 – Chile : Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

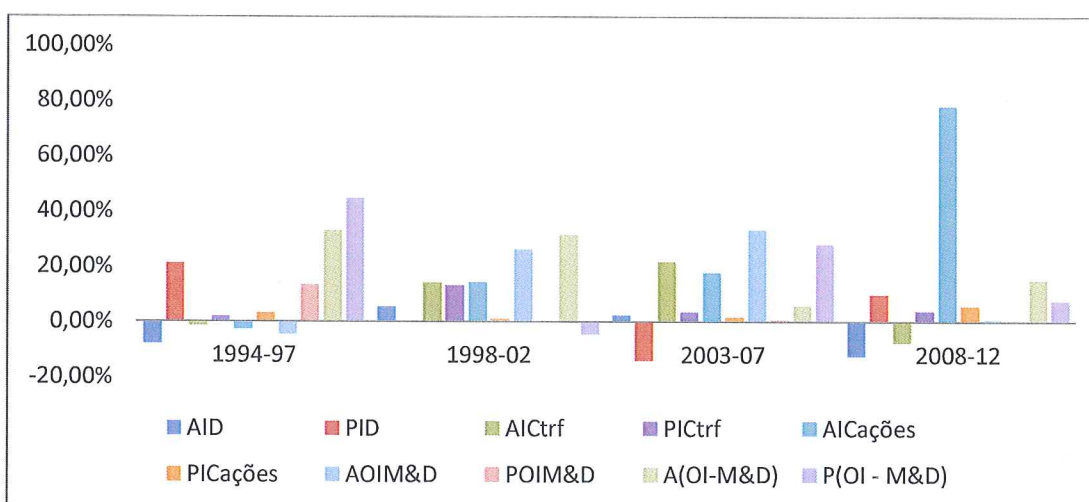
	AID	PID	AICtrf	PICTrf	AIC ações
1994-97	-7,94%	21,05%	-1,35%	1,87%	-2,82%
1998-02	5,33%	-0,21%	13,92%	13,14%	14,27%
2003-07	2,28%	-14,07%	21,63%	3,37%	17,67%
2008-12	-12,40%	9,70%	-7,62%	3,86%	77,97%

	PIC ações	AOIM&D	POIM&D	A(OI-M&D)	P(OI - M&D)
1994-97	3,17%	-4,71%	13,27%	32,96%	44,50%
1998-02	0,89%	25,96%	0,15%	31,32%	-4,76%
2003-07	1,64%	33,24%	0,63%	5,75%	27,87%
2008-12	5,55%	0,67%	-0,24%	14,97%	7,54%

Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI \*Período de nova configuração do BP. AID: Ativos investimento direto PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa PIC trf: passivo investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações : passivos em investimentos em carteira em ações. AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP) : passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos DA: Ativo derivativos DP: Passivo de derivativos

**Gráfico 2.37 – Chile: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI \*Período de nova configuração do BP

Para se ter ideia do peso dessas contas, no período 2008-2013, 77,97 % da variância da conta financeira é estabelecida pela contribuição de investimentos em carteira de residentes em ações no exterior (Tabela 2.8).

Os fluxos de moedas e depósitos também são importantes para a explicação da volatilidade da conta financeira, sendo que é o fluxo de residentes que explica este movimento (AOIM&D).

### Costa Rica

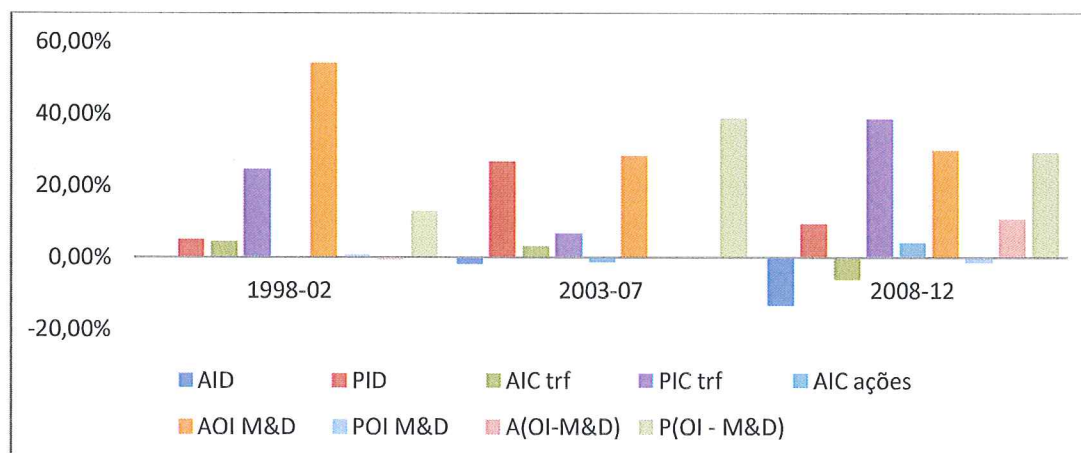
A Costa Rica também apresenta o desempenho de que os residentes têm um importante papel na explicação da volatilidade da conta financeira. De fato, o fluxo que tem maior influência é o de moeda e depósito de residentes (AOIM&D). Essa maior influência se dá no sentido de que nos três períodos considerados a sua contribuição para a variância da conta financeira é superior a 25%.

**Tabela 2.7 – Costa Rica: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

	AID	PID	AIC trf	PIC trf	AIC ações	AOI M&D	POI M&D	(OIA-M&DA)	(OIP-M&DP)
1998-02	-0,12%	4,87%	4,22%	24,45%	0,03%	53,98%	0,53%	-0,69%	12,73%
2003-07	-2,00%	26,58%	3,08%	6,56%	-1,38%	28,19%	0,13%	0,24%	38,61%
2008-12	-13,44%	9,23%	-6,28%	38,42%	3,99%	29,75%	-1,49%	10,56%	29,26%

Fonte: elaborado pelos autores. AID: Ativos investimento direto PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa PIC trf: passivo investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações: passivos em investimentos em carteira em ações. AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP): passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos DA: Ativo derivativos DP: Passivo de derivativos

**Gráfico 2.38 – Costa Rica: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI

Dentre os fluxos de investimentos em carteira, o que efetivamente afeta a volatilidade da conta financeira de forma mais consistente são as aplicações de estrangeiros em títulos de renda fixa, que têm uma contribuição de 24,45% entre 1998 e 2002 e de 38,42% entre 2008 e 2012. Ou seja, nesse ponto a Costa Rica se diferencia dos demais países desse grupo, pois para eles esse último fluxo não foi central na contribuição da variância da conta financeira.

Os fluxos de outros investimentos de estrangeiros, excetuados os de moedas e depósitos, influem de forma importante na volatilidade, como de resto em todos os países. Quanto à análise dos períodos, destaca-se o fato de que entre 2003 e 2007 os investimentos diretos despontam como importantes para a explicação da volatilidade, enquanto que a volatilidade dos investimentos em carteira perde importância, retornando, no entanto, no último período.

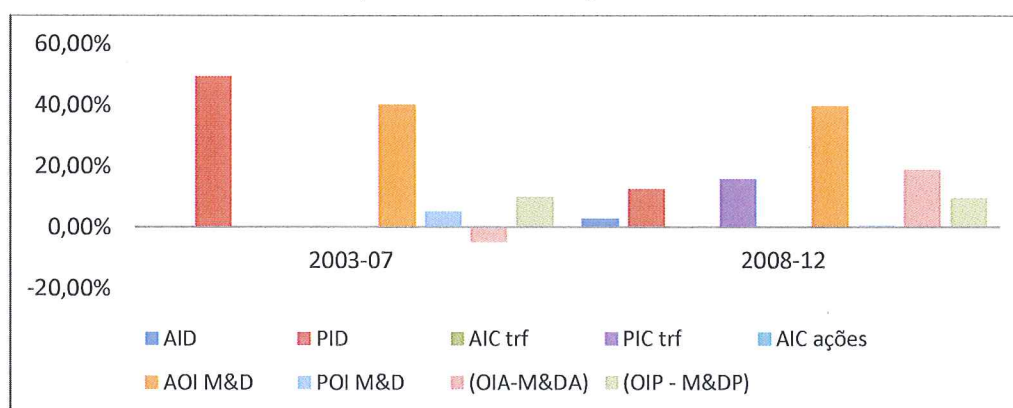
### Paraguai

**Tabela 2.8 – Paraguai: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

	AID	PID	AIC trf	PIC trf	AIC ações	AOI M&D	POI M&D	(OIA-M&DA)	(OIP - M&DP)
2003-07	-0,03%	49,41%	0,00%	0,00%	0,00%	40,22%	5,13%	-4,80%	10,06%
2008-12	2,81%	12,61%	0,00%	15,82%	0,00%	39,64%	0,68%	18,89%	9,54%

Fonte: Elaborado pelos autores. AID: Ativos investimento direto PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa PIC trf: passivo investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações: passivos em investimentos em carteira em ações. AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP): passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos DA: Ativo derivativos DP: Passivo de derivativos

**Gráfico 2.39 – Paraguai : Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI

No caso do Paraguai, nos dois períodos estudados, observamos que a variância do fluxo de moedas e depósitos de residentes contribui para cerca de 40% da volatilidade da conta financeira daquele país. No período em que internacionalmente se observa forte expansão dos fluxos para a América do Sul (2003-2007), podemos ver que os investimentos diretos de estrangeiros contribuem para 49,51% da volatilidade da conta financeira.

Nestes termos, segue a perspectiva de que nas economias com menor dinamismo econômico e maior avanço da estrutura financeira (questão da complexidade), o movimento de residentes tem importância para a volatilidade da conta financeira.

### **Peru**

Em se tratando do Peru, percebe-se que até 2003 a variância dos investimentos em carteira não contribui de forma expressiva para a volatilidade da conta financeira, o que passa a ocorrer nos dois últimos períodos estudados. A variância dos investimentos de estrangeiros em títulos de renda fixa é a que apresenta forte contribuição (20,60% e 28,17%) para a conta financeira entre 2003-2007 e 2008-2002. Note-se que, apesar dessas contribuições, não se poderia dizer que os investimentos em carteira tenham sido uma conta central na explicação da dinâmica da conta financeira, uma vez que a contribuição de sua variância se acentua apenas nos dois últimos períodos e com valores abaixo de 29%.

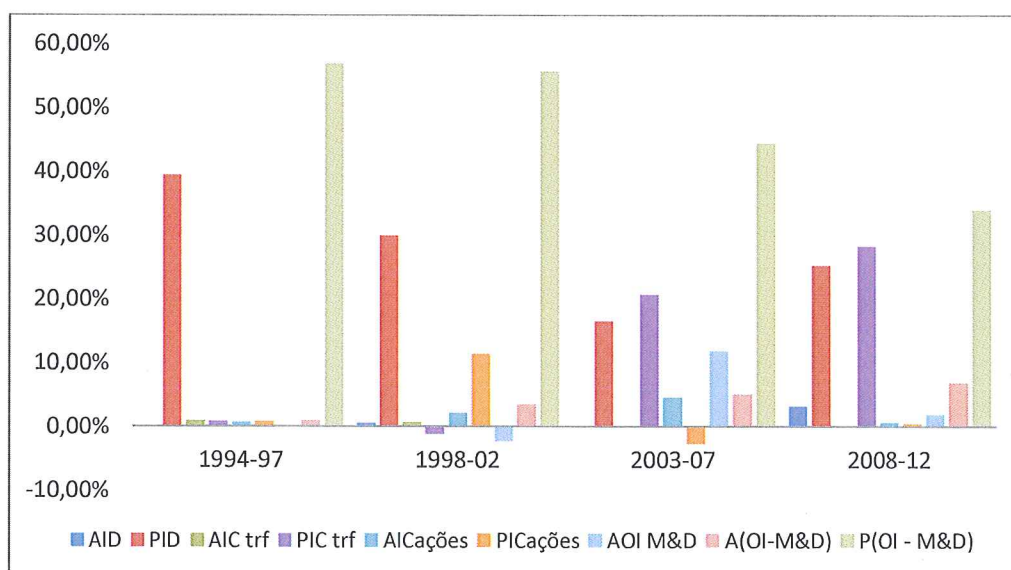
O mais importante a considerar, no entanto, é que o fluxo de outros investimentos de estrangeiros, excetuados os de moedas e depósitos, são aqueles que têm a dinâmica mais destacada. O nível dessa contribuição para a variância da conta financeira nos dois primeiros períodos está acima de 50%, mostrando a sua dominância em conjunto com os Investimentos Diretos. Já nos dois últimos períodos, a contribuição cai e a aplicação dos estrangeiros em títulos de renda fixa (PICtrf) ganha peso. É importante lembrar que isso está ocorrendo ao tempo em que o país viu aumentar o seu indicador de vulnerabilidade externa (reversão). Os passivos de curto prazo, puxados pelos títulos de renda fixa, cresceram em relação às reservas. E com o presente resultado vimos que, ademais, eles contribuíram fortemente para a volatilidade da conta financeira no mesmo período.

**Tabela 2.9 – Peru: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

	AID	PID	AIC trf	PIC trf	AICações	PICações	AOI M&D	(OIA-M&DA)	(OIP-M&DP)
1994-97	0,06%	39,36%	0,88%	0,80%	0,61%	0,75%	-0,18%	0,92%	56,80%
1998-02	0,53%	29,84%	0,66%	-1,23%	2,10%	11,32%	-2,29%	3,46%	55,62%
2003-07	0,12%	16,49%	0,00%	20,60%	4,46%	-2,76%	11,83%	4,95%	44,30%
2008-12	3,10%	25,23%	-0,01%	28,17%	0,60%	0,37%	1,82%	6,83%	33,88%

AID: Ativos investimento direto PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa PIC trf : passivo investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações : passivos em investimentos em carteira em ações. AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP) : passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos DA: Ativo derivativos DP: Passivo de derivativos

**Gráfico 2.40 – Peru : Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI

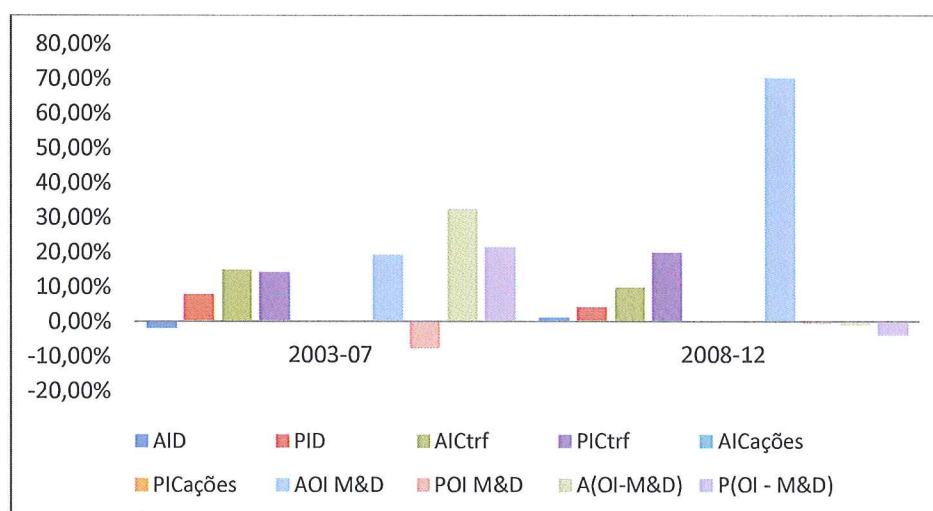
## Uruguai

**Tabela 2.10 – Uruguai: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

	AID	PID	AIC ações	PIC ações	AIC trf	PIC trf	AOI M&D	POI M&D	(OIA-M&DA)	(OIP - M&DP)
2003-07	-2,00%	7,75%	14,86%	14,09%	0,02%	0,06%	19,22%	-7,75%	32,42%	21,45%
2008-12	1,12%	4,11%	9,90%	19,91%	0,01%	0,00%	70,12%	-0,41%	-0,89%	-3,88%

AID: Ativos investimento direto PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa PIC trf : passivo investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações : passivos em investimentos em carteira em ações. AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP) : passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos DA: Ativo derivativos DP: Passivo de derivativos

**Gráfico 2.41 – Uruguai: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI

Também no caso do Uruguai, os dados se apresentam apenas para os dois últimos períodos. Um fato que merece ser destacado é o de que o fluxo de moedas e depósitos de residentes tem uma contribuição importante para a variância da conta financeira nos dois períodos. No último, ela chega a 70%, sendo que também entre 2003 e 2007 sua contribuição é importante, se encontrando próxima de 20%. Nesta mesma fase também merecem destaque os fluxos de outros investimentos, excetuados os de

moedas e os depósitos de residentes (32,42%) e estrangeiros (21,45%). Diante disso, podemos dizer que os fluxos de empréstimos são importantes.

### Venezuela

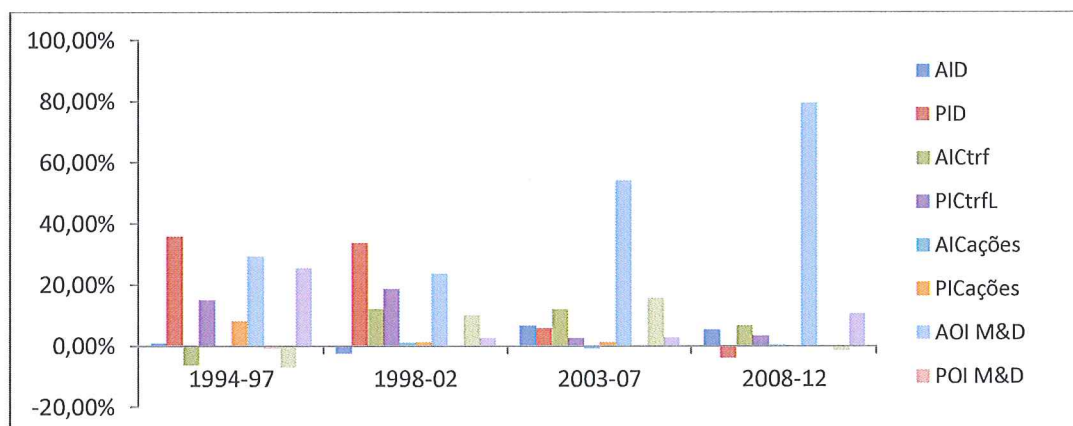
A variância da conta de investimentos em carteira de estrangeiros também não se coloca como fator que contribua de forma dominante para a volatilidade da conta financeira. Paralelamente, a conta de investimentos em carteira de residentes apresenta uma contribuição razoável (ainda que não dominante) na explicação da variância da conta financeira nos períodos que correspondem às fases de maior instabilidade da conjuntura financeira internacional. Os investimentos de residentes em moeda e depósitos (AOIM&D) apresenta a maior contribuição para o sinal e volume da variância da conta financeira (79,51%) no último período.

**Tabela 2.11 – Venezuela: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**

	AID	PID	AICtrf	PICtrfL	AICações	PICações	AOI M&D	POI M&D	(OIA-M&DA)	(OIP - M&DP)
1994-97	0,86%	35,71%	-6,23%	14,92%	-0,12%	8,01%	29,33%	-0,87%	-7,05%	25,45%
1998-02	-2,43%	33,64%	12,00%	18,60%	1,02%	1,21%	23,56%	-0,22%	10,06%	2,56%
2003-07	6,62%	5,79%	11,95%	2,50%	-0,83%	1,26%	54,14%	0,15%	15,64%	2,78%
2008-12	5,41%	-3,89%	6,50%	3,20%	0,37%	-0,13%	79,51%	0,06%	-1,54%	10,50%

AID: Ativos investimento direto PID: Passivo investimento direto AIC trf: Ativos investimento em carteira em títulos de renda fixa PIC trf: passivo investimento em carteira em títulos de renda fixa AIC ações: Ativos investimentos em carteira em ações PIC ações: passivos em investimentos em carteira em ações. AOIM&D: Ativos outros investimentos em moeda e depósitos POIM&D: Passivo outros investimentos em moeda e depósitos (OIA-M&DA): ativo de outros investimentos subtraído de ativo outros investimentos em moeda e depósitos (OIP-M&DP): passivo de outros investimentos subtraído de passivo outros investimentos em moeda e depósitos DA: Ativo derivativos DP: Passivo de derivativos

**Gráfico 2.42 – Venezuela: Contribuição da variância de cada fluxo para a variância total da Conta Financeira (dados trimestrais)**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de dados do IFI-FMI

Ou seja, no que concerne à Venezuela, pelos dados analisados, podemos perceber que o país está no grupo daqueles em que o fluxo de residentes contribui, de forma importante, para a variância da conta financeira. Um comentário interessante é o de que, diferentemente da maioria dos outros países, os empréstimos de estrangeiros (OIP-M&DP) não são fluxos centrais para explicar a volatilidade.

### **Análise conjunta dos países do Grupo 2**

Para todos esses países listados nos Quadros 2.7 e 2.8, os residentes influem fortemente na volatilidade da conta financeira, através do movimento de “moedas e depósitos” e de “outros investimentos – M&D”. Nos casos da Venezuela, Chile e Costa Rica, desponta o movimento de moedas e depósitos de residentes, indicando o envio e recebimento de recursos para o exterior sem determinação específica.

Nos dois últimos períodos, mais uma vez, o Chile, a Venezuela, a Costa Rica e também o Paraguai<sup>46</sup> e o Uruguai apresentam uma dinâmica da conta financeira na qual o movimento de residentes em “moedas e depósitos” contribui expressivamente para a variância da conta.

Um comentário importante é o de que este é um resultado que não é captado pela análise do indicador de vulnerabilidade (reversão). Em outras palavras, é o movimento dos residentes operando de forma especulativa, saindo do país em momentos de

<sup>46</sup> Este último com dados apenas para os dois últimos períodos.

instabilidade (gerando estoques de ativos). Esses fluxos se mostraram muito voláteis e influíram sobremaneira sobre a volatilidade da conta financeira, notando-se que essa dinâmica ocorre em todos os períodos analisados para o segundo grupo.

Isto nos mostra que nos mercados financeiros menos desenvolvidos a atração de estrangeiros para operar é menor, mas a possibilidade de entradas e saídas bruscas de recursos se dá pela operação de residentes. Este é um fato adicional a ser considerado, que não aparece nos indicadores de vulnerabilidade externa tradicionalmente considerados, como também não aparece no indicador que construímos e que relaciona estoques de passivos.

**Quadro 2.7 – Resumo dos principais resultados relativos ao estudo das contribuições dos fluxos para a variância da Conta Financeira por período: 1994-1997 e 1998-2002**

	1994-1997	1998-2002
	Principais contribuições para a variância da CF	Principais contribuições para a variância da CF
Bolívia	PID*, A(OI-M&D), P(OI-M&D)	PID, A (OI-M&D), P (OI-M&D)
Paraguai	-	-
Costa Rica	-	OIM&D A*, ICações P
Chile	PID, AOIM&D, P(OI-M&D)	PID, AOIM&D
Venezuela	PID, AOIM&D, P(OI-M&D)	PID, AOIM&D
Uruguai	-	-
Peru	PID, P(OI-M&D)	PID, P(OI-M&D)

Fonte: Elaborado pelo autor

**Quadro 2.8 – Resumo dos principais resultados relativos ao estudo das contribuições dos fluxos para a variância da Conta Financeira e do IVF-R por período: 2003-2007 e 2008-2012**

2003-2007			2008-2012	
	índice	Principais contribuições para a var.da CF	Índice	Principais contribuições para a var.da CF
Bolivia	→muito baixo	P(OI-M&D)	→muito baixo	A(OI-M&D), P(OI-M&D), AICações
Paraguai	→muito baixo	PID, AOIM&D	→muito baixo	AOIM&D, A(OI-M&D)
Costa Rica	→	P(OI-M&D), AOIM&D, PID	↑depois de 2011	PICações, AOIM&D, POIM&D
Chile	↓	AOIM&D*	↑expressivo	AOIM&D*
Venezuela	↓	AOIM&D*	↑expressivo	AOIM&D*
Uruguai	↓	A(OI-M&D), P(OI-M&D), AOIM&D	↓	AOIM&D*, PICações
Peru	↓	P(OI-M&D), PICações	→	P(OI-M&D), PICações, PID

Fonte: Elaborado pelo autor

De fato, nas estatísticas de estoques aparecem os ativos de “moedas e depósitos” detidos por residentes e vemos que eles podem mudar rapidamente. Nos momentos de instabilidade, os residentes podem sair do país através do movimento de moedas e depósitos, procurando aplicações alternativas em “moeda forte” em mercados financeiros globais, ou mesmo transferindo recursos via contas correntes, mantendo-os em “moeda forte”. Isto pode ocorrer com bancos residentes ou com fundos de pensão residentes e indica a importância de se controlar eventualmente esses fluxos. Nas estatísticas de estoques aparecerá um crescimento de ativos, mas significará uma queda paralela de reservas. Tal movimento aparecerá apenas indiretamente no IVF-R, por conta da queda de reservas. Daí a nossa indicação de que a análise da vulnerabilidade financeira associada ao perigo da reversão abrupta de recursos deva considerar conjuntamente a análise da dinâmica de fluxos de residentes e estrangeiros e de estoques de passivos.

Outro comentário que destacamos, em relação à análise do segundo grupo, refere-se ao fato de que o Chile e a Venezuela apresentam um crescimento do índice de vulnerabilidade (reversão) no último período de forma expressiva, indicando o crescimento do peso dos passivos especulativos em relação às reservas.

O caso da Venezuela pode ser considerado um exemplo da importância de se observar a dinâmica conjunta dos estoques de passivos em relação às reservas e o movimento da volatilidade da conta financeira. Para o caso desse país, vemos que no último período ocorreu um crescimento do IVF-R. Observando de forma conjunta esse resultado e a análise da volatilidade da conta financeira, constatamos:

- O aumento dos estoques de ativos de residentes ao mesmo tempo em que caem as reservas;
- O crescimento do IVF-R em parte relacionado à queda das reservas, mas também vinculado ao crescimento das aplicações de estrangeiros em ações.

Nesses termos, pudemos ver que as classificações efetuadas destacaram que podemos analisar os países considerados em basicamente dois grupos: o dos países de maior porte e complexidade, que apresentam, em geral, indicadores de vulnerabilidade mais altos (exceto para o caso da Colômbia) e o dos países de porte menor, que apresentam níveis de vulnerabilidade (reversão) menores. Paralelamente, pudemos observar ainda que os países de porte maior foram aqueles para os quais os fluxos de estrangeiros apresentaram maior contribuição para a volatilidade da conta financeira. Para os menos complexos, o inverso ocorreu. Mesmo assim, para os dois grupos de países, a volatilidade é fortemente explicada pelos fluxos com viés de curto prazo (títulos de renda fixa, ações, moedas e depósitos), quer seja de residentes ou de estrangeiros.

Ainda que se tenha observado uma queda do indicador de vulnerabilidade depois dos anos 2000 e uma convergência dos índices, no último período vemos que a situação foi se deteriorando, tendo em vista a relação dos passivos de curto prazo com as reservas. É preciso notar, no entanto, que os resultados não voltaram aos altos patamares dos primeiros períodos.

De qualquer forma, considerando esse resultado, vê-se que os passivos de curto prazo têm crescido relativamente mais do que as reservas, e isso é problemático, tendo em vista a possibilidade de reversão que apresentam.

Após confirmar o peso dos capitais de curto prazo na explicação da volatilidade da conta financeira, o próximo passo é o de avaliar em que medida esses fluxos são (ou não) fortemente influenciados por variáveis conjunturais, fora do domínio do país e se

essas variáveis conjunturais externas também são importantes para impactar importantes variáveis macroeconômicas, como o câmbio. A nossa hipótese, levantada ao longo da tese, é a de que os fluxos com viés de curto prazo, tanto de estrangeiros, quanto de residentes, são fortemente impactados por mudanças de conjuntura e apresentam um perfil especulativo, fugindo do país periférico nos momentos de instabilidade. Essa perspectiva será analisada no próximo capítulo.

## 2.6 Conclusão

Ao longo deste capítulo, buscou-se analisar a vulnerabilidade externa a partir das especificidades dos países periféricos e mostrar que a análise da vulnerabilidade externa geralmente é medida por indicadores síntese, ligados ao volume do endividamento externo do país sobre análise e à capacidade de pagamento da dívida, que não levam em conta as especificidades do país em questão.

Ao analisar os indicadores tradicionais de vulnerabilidade, percebe-se que houve uma tendência de queda ao longo dos anos 2000. Esta queda indica, segundo a análise tradicional, que o país melhorou sua capacidade de pagamento, sendo, portanto, considerado um destino “menos arriscado”. Entretanto, este movimento não ocasionou uma diminuição da vulnerabilidade externa nos países sul-americanos. Os agentes no mercado continuaram exigindo grandes rentabilidades para destinar seus capitais a estes países e os fluxos direcionados a eles continuam tendo um perfil mais especulativo. Este fato leva à conclusão de que a vulnerabilidade externa em países periféricos é mais complexa do que a análise tradicional deixa transparecer. Procuramos ao longo do capítulo mostrar que os indicadores utilizados por esta vertente são incompletos para entender a dinâmica da vulnerabilidade externa presente nos países periféricos.

Uma das críticas que está por detrás da análise tradicional da vulnerabilidade externa é o fato de que não é levada em conta a trajetória histórica e as características estruturais específicas ligadas a cada país sob análise. Países como os sul-americanos, por exemplo, têm uma relação estrutural subordinada com o exterior, já destacada em capítulo anterior, fato ligado ao perfil da estrutura produtiva do país em relação aos países centrais e ao perfil de comércio que se estabelece.

Como vimos anteriormente, este fato está principalmente relacionado a uma pauta de exportação formada por *commodities* e uma pauta de importação composta por produtos ricos em capital, o que gera um déficit estrutural na conta-corrente do balanço

de pagamentos, elemento relacionado ao fato de que as elasticidades de renda das exportações e importações serem muito diferentes. Além disso, há uma grande vulnerabilidade no preço das *commodities* no mercado internacional, o que causa variações cíclicas na capacidade de importação e alta instabilidade na taxa de câmbio nos fluxos de capitais.

Esta discussão, por si só, já afasta a hipótese de que seria possível “medir” a vulnerabilidade externa de um país considerando apenas os indicadores tradicionais e de que a melhora desses indicadores seria condição suficiente para um melhor desempenho. Não se aponta nesse tipo de discussão os limites estruturais dos países e o fato de que mudanças exigem ajustes de estrutura produtiva, com considerável dificuldade de reversão.

Ademais, outra questão que não é analisada e que está ligada ao conceito de vulnerabilidade financeira é o fato de que os indicadores tradicionais não incorporam a avaliação do perfil dos fluxos financeiros e que conformam os estoques de ativos e passivos de cada país.

A rápida e contínua integração dos mercados periféricos com o mercado financeiro internacional ao longo dos anos 1990 e o acúmulo de estoques de passivos que podem reverter rapidamente em vários desses países leva ao agravamento deste fator e provoca uma vulnerabilidade particular: a da possibilidade de reversão de direção dos detentores desses títulos nos momentos de mudanças de conjuntura. Uma vez que o advento da liberalização financeira e o crescimento do processo de securitização (que envolve o endividamento via títulos) magnificou a possibilidade de uma movimentação de capitais coordenada pelas expectativas dos investidores do mercado financeiro, observando o comportamento esperado de diferentes mercados interligados e fortemente influenciados pela dinâmica da política monetária e dinâmica econômica dos países centrais, especialmente dos Estados Unidos.

A vulnerabilidade financeira nestes países, hoje, tem ligação com o perfil dos capitais dirigidos a eles, especialmente em momentos de bonança. Queremos destacar que esta vulnerabilidade está, em grande parte, relacionada aos distúrbios devido ao movimento de capitais especulativos, extremamente influenciados pelo ambiente financeiro internacional e que pode provocar decisões de reversão de recursos, a qualquer momento, e muitas vezes de forma independente dos “fundamentos

macroeconômicos” dos países periféricos em questão. Deve-se ressaltar que a dinâmica é ditada por fatores que estão fora do controle dos países periféricos, não podendo ser controlados por políticas domésticas.

Nestes momentos, para impedir uma grande fuga de capitais, os países aumentam suas taxas de juros, aumentando desta forma também o endividamento. Isto nos remete à discussão da hierarquia de moedas. Em momentos de instabilidade, as moedas conversíveis são preferidas como forma de preservar o valor e os detentores de riqueza irão preferir direcionar seus recursos para ativos denominados nas moedas mais “fortes”.

Considerando este aspecto, em economias que possuem moedas “fracas” existe uma dinâmica específica ligada a esta hierarquia de moedas que influencia a movimentação dos fluxos e a dinâmica econômica local, por seus impactos derivados. A volatilidade dos fluxos e o potencial contínuo da entrada volumosa de recursos seguida de reversão por mudança de expectativas agrava a instabilidade desses mercados.

Pensando na falta de indicadores que expliquem as especificidades dos países com moeda fraca, desenvolvemos dois tipos de estudo para buscar melhor compreender a dinâmica destes países. A análise conjunta dos resultados destes dois estudos permite concluir que a dinâmica do balanço de pagamentos dos países sul-americanos é bastante influenciada por fatores fora de seu controle. Os movimentos na conta financeira e dos passivos externos dos países não acompanham a situação dos seus fundamentos, como argumenta a vertente tradicional. Pelo contrário, os fatores que mais influenciam o balanço de pagamentos destes países estão ligados a fatores especulativos que acompanham os movimentos dos grandes capitais internacionais.

Um resultado interessante relacionado ao estudo dos fluxos é o de que fluxos controlados por residentes também apresentam um comportamento especulativo. Pensando neste resultado foi possível dividir os países em dois grupos. No primeiro, encontram-se os países cuja dinâmica do balanço de pagamentos é mais influenciada por fluxos controlados por estrangeiros, principalmente fluxos mais especulativos e ligados aos grandes capitais (investimento em carteira em títulos de renda fixa e ações). Estão neste grupo Argentina, Brasil, Colômbia e Equador.

No segundo grupo, por outro lado, a maior contribuição para a variância da conta financeira do balanço de pagamentos tem origem em fluxos controlados por residentes. Neste caso, o fluxo que tem mais destaque é o de outros investimentos em moeda e depósitos. Estão neste grupo Bolívia, Chile, Costa Rica, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela.

Os elementos expostos ao longo do capítulo permitem concluir que a vulnerabilidade externa enfrentada por países periféricos que não tem moeda forte é mais complexa do que a abordagem tradicional indica. O uso de indicadores incompletos para identificar a vulnerabilidade dos países cria um movimento de reforço da condição subordinada dos países emergentes que se veem totalmente reféns dos movimentos dos grandes capitais. Outra contribuição importante está no fato de ilustrarmos quão diferentes são as dinâmicas dos países sul-americanos e ressaltar que para entendê-las é preciso um estudo mais aprofundado dos seus passivos e fluxos.

Para melhor reforçar os argumentos e ilustrar o fato de que os países sul-americanos têm sua dinâmica subordinada aos movimentos nos mercados internacionais, no capítulo seguinte será elaborado um mapeamento dos movimentos dos grandes capitais. O objetivo consiste em fornecer elementos que corroborem com a hipótese de que existe um tipo específico de vulnerabilidade própria de países que têm uma moeda fraca e ilustrar que esta vulnerabilidade está ligada ao potencial de reversão dos fluxos especulativos que são destinados a estes países.

### 3 INSTABILIDADE DO DIRECIONAMENTO DE RECURSOS AOS PAÍSES PERIFÉRICOS

O intuito deste capítulo é compreender os determinantes da vulnerabilidade financeira nos países da América do Sul. No capítulo anterior, analisamos a vulnerabilidade externa a partir da análise do perfil dos estoques e o estudo da volatilidade da conta financeira do balanço de pagamentos de alguns países sul-americanos selecionados. O próximo passo é analisar a dinâmica que se estabelece entre os fluxos de capitais que foram considerados como aqueles que têm maior influência na volatilidade da conta financeira de cada país, confrontando-os com condicionantes externos, muito afetados por fatores conjunturais, fora do controle do país. O presente capítulo tem o objetivo de produzir elementos que corroborem e qualifiquem a hipótese de que os países periféricos (que não têm moeda forte) com significativa abertura financeira são atingidos por fatores determinados pela dinâmica especulativa dos mercados financeiros globais.

Para desenvolver esta questão, o capítulo apresenta uma análise da dinâmica da liquidez internacional, considerando a periodicidade já indicada no capítulo anterior. Cada um dos períodos estudados tem características particulares, que afetam diretamente o comportamento do direcionamento de recursos aos países periféricos, mais especificamente os da América do Sul. Ainda com relação a esta discussão, será dado destaque à dinâmica pós 2008, para que se possa entender o período mais recente de forma mais detalhada.

Este capítulo está dividido em três seções. Na primeira, descreve-se a dinâmica da liquidez internacional entre 2000 e 2014 e como são direcionados os recursos aos países periféricos ao longo deste período. A segunda oferece uma breve discussão sobre alguns trabalhos que analisam a relação entre a dinâmica macroeconômica e os fluxos financeiros dos países periféricos com o comportamento de variáveis dos mercados financeiros globais. A terceira seção corresponde à aplicação de um modelo de vetores autorregressivos para seis países da América do Sul, a fim de comparar a dinâmica dos fluxos financeiros com variáveis que representam determinantes externos e internos. Por fim, são apresentadas as considerações finais do capítulo.

### 3.1 A dinâmica da liquidez internacional entre 2000 e 2014 e direcionamento de recursos aos países periféricos

Esta seção tem por objetivo ilustrar como é volátil o direcionamento de recursos aos países periféricos e como estes normalmente acompanham a liquidez do mercado internacional. Em momentos de bonança, aumenta o direcionamento de recursos aos periféricos, atraídos pelos altos diferenciais de juros. Por outro lado, em momentos de desaceleração, os recursos normalmente são direcionados a países considerados mais seguros.

O período que vai de 2000 a 2014 inclui os dois momentos. Tanto o de bonança, visto que ocorre uma expansão mundial, como o de uma forte queda da taxa de juros norte-americana, conforme se pode observar no Gráfico 3.2. Nestes termos, busca-se argumentar que todos estes fatores contribuíram para que os países periféricos tivessem seus indicadores macroeconômicos ajustados de forma positiva. Por outro lado, este período também inclui um momento de desaceleração, visto que está inclusa neste intervalo de tempo a crise de subprime.

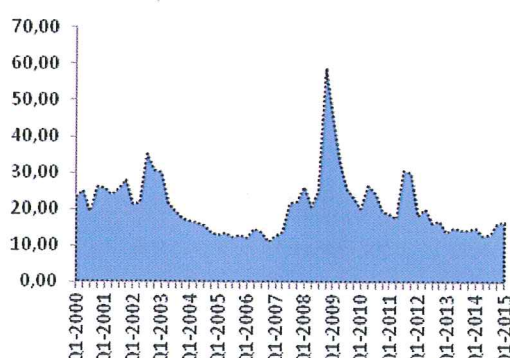
Note-se que o movimento de queda da taxa de juros dos Estados Unidos, iniciado em 2001, é reduzido em 2004, quando é revertido até 2006, com a taxa de juros apresentando movimento de paulatino crescimento. Entretanto, essa reversão não afeta significativamente a liquidez internacional, tendo em vista a continuidade da expansão e dos bons resultados de crescimento que os próprios países periféricos apresentam. Outro indicador importante deste processo é o índice VIX<sup>47</sup>. No Gráfico 3.1, pode-se observar a melhora deste indicador, o que corresponde a uma expectativa mais otimista por parte dos investidores face à conjuntura.

Em 2006, a expansão das taxas de juros americanas é interrompida. A partir deste evento nota-se que, ao mesmo tempo, ocorre um crescimento dos volumes de recursos dirigidos aos países periféricos, provocando um *boom* de ingressos de capitais, com forte crescimento nas reservas. É um período de “surto de recursos” (FMI, 2011), que só se reverte quando a crise subprime se aprofunda no final de 2008. Nestes termos, mesmo a piora paulatina da percepção de risco ao longo de 2007 não foi capaz de reverter a euforia da expansão de recursos.

---

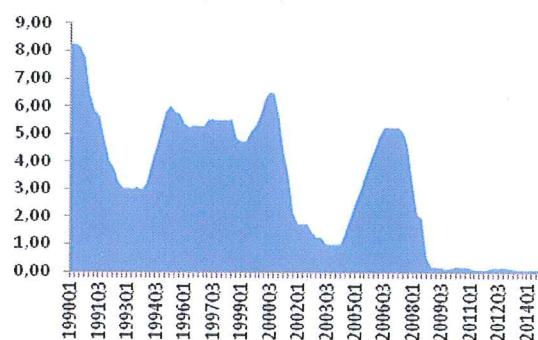
<sup>47</sup> O índice VIX (*Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index* extraído da *Federal Reserve*) é o medidor da volatilidade implícita das opções de venda da SP&E 500.

**Gráfico 3.1: Índice VIX 2000-2014 (em %)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Federal Reserve

**Gráfico 3.2: Taxa Treasury Bond EUA de 1 ano 2000-2014 (em %)**



Fonte: elaboração própria a partir de dados do IFS IMF

De acordo com o relatório da Unctad de 2015, ao longo deste período houve um crescimento de co-movimentos de diferentes mercados. Estes co-movimentos reforçam a vulnerabilidade envolvida, uma vez que, nesse desenho de financiamento, os capitais com grande potencial de reversão representam uma grande proporção do total dos fluxos dirigidos ao país.

These patterns represent increasing vulnerabilities for DTEs<sup>48</sup>, not only because of their size relative to GNI, but in particular because of the fact that some markets, such as stock markets, foreign-exchange markets and in some cases even real estate markets, operate in spheres relatively beyond the reach of public policy. These markets are typically unstable and highly correlated with one another, which exacerbates the potential for destabilizing co-movement (UNCTAD, 2015, p. 33).

Como podemos perceber, fica claro que este período é caracterizado como uma fase de alta liquidez internacional. Pode-se observar intenso direcionamento de recursos aos países periféricos, em especial para os países europeus e asiáticos. Para propósito do nosso estudo, três aspectos merecem destaque:

- (i) Forte crescimento do volume de recursos e o aumento da participação de fluxos com viés de curto prazo em grande parte dos países periféricos (UNCTAD TDR 2015).
- (ii) Mudanças de trajetória da taxa de juros norte-americana, influenciando o “apetite pelo risco” comparativamente à “fuga para a qualidade” que é própria dos capitais com viés de curto prazo.

<sup>48</sup> Economias em desenvolvimento e transição (*Developing and transition economies*).

- (iii) Crescimento da integração dos mercados, por conta do avanço do volume dos recursos vinculados a capitais com viés de curto prazo e que podem reverter a partir de fatores conjunturais.

O período que vai do segundo semestre de 2008 a 2014 é marcado por diferentes dinâmicas, resultantes do próprio processo de reestruturação mundial que se processa após a eclosão da crise subprime nos Estados Unidos e da subsequente crise que se instaura sobre os países periféricos da zona do euro – Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha. Poderíamos dizer que se estabelecem aí três subperíodos: o primeiro refere-se ao interregno entre o **quarto trimestre de 2008 até o início de 2009 (segundo trimestre)** em que, como resposta ao período de instabilidade e queda da produção mundial, há forte retração de liquidez, havendo um movimento dos aplicadores em direção da “busca pela qualidade”; o segundo período, que vai do **terceiro trimestre de 2009 e se estende até 2011**, fase em que se observa o retorno da liquidez mundial, após a queda das taxas de juros dos países centrais, puxada pela política monetária norte-americana; e o terceiro período, de outra parte, refere-se aos anos de **2012 em diante**, marcados pela piora das condições de solvência de bancos europeus em 2011 e que se estendem para uma fase em que se misturam movimentos de retração e expansão de recursos.

(i) **Período T4-2008 – T2-2009**

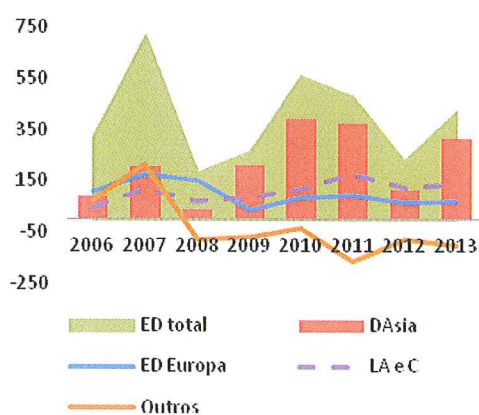
Conforme mencionado, o período T4-2008 a T2-2009 é marcado pela redução da liquidez mundial, quando se observa uma queda de recursos de financiamento em praticamente todas as modalidades (PRATES, 2013; UNCTAD, 2011; FMI, 2011b).

Houve uma virtual paralisação no direcionamento dos recursos de créditos bancários após a queda do Lehman Brothers, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior, com destaque para a retração dos investimentos em carteira, em um contexto de crescente aversão ao risco; a queda dos fluxos de investimentos diretos externos diante da desaceleração nos países avançados e a redução das transferências unilaterais de imigrantes.

Nesta dinâmica, observamos uma queda dos recursos dirigidos aos países periféricos, conforme pode ser observado no Gráfico 3.3. Importante notar que esse foi um movimento geral, ainda que devam ser destacadas certas especificidades. No caso de países exportadores de *commodities*, não ocorreu a interrupção dos créditos externos em

geral e nem daqueles direcionados ao comércio exterior. Ou seja, a queda dos empréstimos bancários se deu de forma mais seletiva, mas no caso dos investimentos em carteira observamos uma redução rápida de recursos, indicando um movimento de “fuga para a qualidade”. No Gráfico 3.4, podemos constatar esses movimentos, sendo que se destaca a reversão do volume dos investimentos em carteira pela redução do ingresso conjugada com a saída de recursos nessa modalidade. No caso do investimento direto, indicado no Gráfico 3.6, a reversão não é tão acentuada, porém, no caso dos outros investimentos, o movimento é ainda mais importante, conforme mostra o Gráfico 3.5.

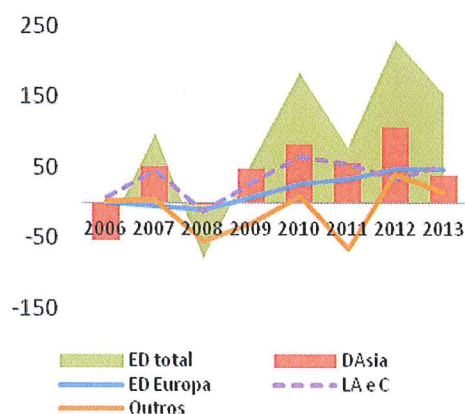
**Gráfico 3.3 - Fluxos líquidos de capital aos países emergentes por região em US\$ milhões**



Fonte: elaboração própria à partir de dados do WEI, IMF e do relatório de FMI de 2013

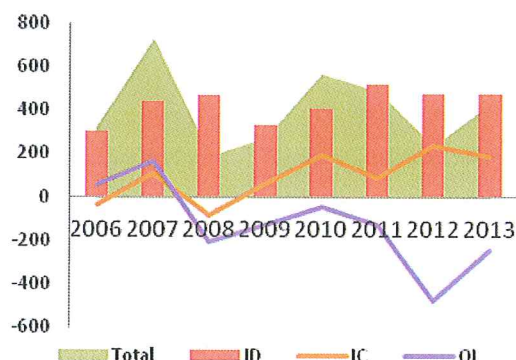
ED = Economias emergentes em desenvolvimento

**Gráfico 3.4 – Investimentos em carteira líquidos privados aos países emergentes por região em US\$ milhões**



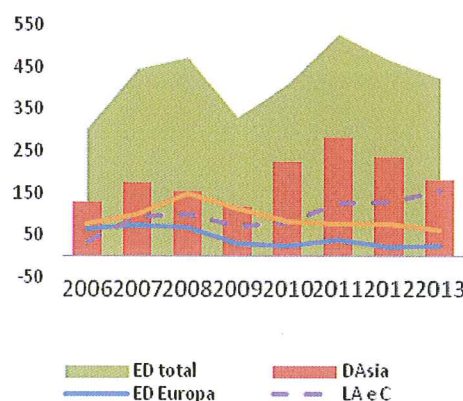
Fonte: elaboração própria à partir de dados do WEI, IMF e do relatório de FMI de 2013

**Gráfico 3.5: Fluxos de capitais privados líquidos, segundo grau de abertura da conta financeira em US\$ milhões**



Fonte: elaboração própria à partir de dados do WEI, IMF e do relatório de FMI de 2013

**Gráfico 3.6: Fluxos de investimento líquido por região em US\$ milhões**



Fonte: elaboração própria à partir de dados do WEI, IMF e do relatório de FMI de 2013

## (ii) 2009 T3-2010 T4 – surto de recursos aos periféricos

Os gráficos 3.3 a 3.6 mostram que ocorre um rápido retorno de recursos, inaugurando o segundo subperíodo de análise, que vai do terceiro trimestre de 2009 ao final de 2010. Isto ocorre como resposta à política expansionista adotada pelos Estados Unidos, que envolveu uma forte queda da taxa de juros básica do país (Gráfico 3.2), associada a um movimento de injeção de liquidez no mercado doméstico norte-americano (*quantitative easing*). Esta avalanche de liquidez, buscando alternativas mais rentáveis de aplicação, reverteu o comportamento dos aplicadores mais especulativos, que voltaram à lógica da busca de máxima rentabilidade e de “apetite pelo risco”.

Assiste-se, ao mesmo tempo, à melhora dos indicadores que refletem as expectativas conjunturais, dentre eles o índice VIX, visualizado no Gráfico 3.1, e o retorno rápido dos recursos direcionados aos países periféricos. Um comentário adicional, referente ao período T3-2009 a T4-2010 é o de que o mesmo se apresenta como um surto de recursos, no sentido de que há um redirecionamento generalizado de capital ao conjunto dos países periféricos, mais ou menos na mesma temporalidade (FMI, 2011).

É importante notar que o surto de expansão de recursos aos países periféricos se dá mesmo quando as condições da Europa continuavam problemáticas. Existe, assim, um descolamento entre estas condições da dinâmica econômica mundial e o retorno dos capitais (PRATES, 2013). Nestes termos, é possível inferir que a política monetária norte-americana, que levou os juros a valores próximos de zero, foi importante para esse movimento e que os altos diferenciais de juros entre países periféricos e centrais foram determinantes para o retorno dos recursos.

Em relação a este período, o relatório do FMI (2011) e da Unctad (2015) destacam que o volume de recursos volta a ser expressivo, mas a novidade é que os investimentos em carteira (em ações e títulos de renda fixa) tiveram um protagonismo maior do que o observado entre 2000 e 2008, sendo que essa expansão foi determinada pelo aumento do direcionamento de recursos dos investidores institucionais para os países periféricos.

A especificidade dessa fase é a de que estes direcionamentos de investimentos em carteira estiveram muito mais ligados ao movimento da queda das taxas de juros internacionais do que a percepções de questões relativas à dinâmica econômica concreta dos países para os quais os recursos se dirigiram. O movimento dos mercados de títulos e de ações reflete posições de “risco e sem risco” (*riskon/riskoff*) mas, segundo a Unctad (2015), na fase considerada, reduziu-se a correlação entre o movimento do preço dos ativos e a performance dos ativos reais, ocorrendo especialmente entre o final de 2008 e meados de 2013.

Portanto, a situação de forte integração entre mercados e do domínio de capitais com viés especulativo aumentou, especialmente para o caso dos países periféricos. De fato, observa-se a existência de recordes de direcionamento de fluxos externos a vários países periféricos (CHANDRASKHAR, 2007; GALLAGHER, 2015).

Fluxos brutos de recursos atingiram o nível de US\$ 1 trilhão em 2013, sendo cinco vezes mais do que em 2002. Há também um grande crescimento nos fluxos líquidos: de US\$ 3,5 bilhões em 2002 para US\$ 535 bilhões em 2013, sendo que os fluxos líquidos de ações e investimentos diretos cresceram de US\$ 152 bilhões para US\$ 637 bilhões no mesmo interregno (UNCTAD, 2015). Os relatórios do FMI (2011) e da Unctad (2015) ainda destacam que o conjunto dos países asiáticos e latino-americanos foram os que mais receberam recursos dentre os periféricos, sendo que os periféricos europeus deixam de ser destino preferencial (Gráfico 3.3).

Ademais, como consequência do excesso de ingresso de recursos se observa o crescimento da conta serviços, em especial, o pagamento de juros e remessa de lucros, pesando negativamente sobre o resultado da conta corrente. Esta dinâmica indica um fator de vulnerabilidade, pois o que se observa é o crescimento do estoque de passivos, mesmo considerando o crescimento das reservas.

O período que vai de 2009 a 2011 marca uma fase em que a dinâmica da retomada das economias periféricas é mais vigorosa, em geral, do que aquela observada pelas economias centrais (FMI; WEO, 2010). A percepção é a de que a retomada da economia mundial se dá em diferentes velocidades, pois enquanto que essas últimas economias recuperam-se lentamente, mantendo ainda altos níveis de desemprego, nas primeiras a retomada é mais vigorosa.

Com relação à rápida retomada de um grupo de países periféricos já em 2009 é importante ressaltar que o Estado teve um papel anticíclico importante nestes países, sendo que a dinâmica doméstica se agregou a isto, por conta de regimes de crescimento que haviam alavancado a demanda doméstica, quer seja pela via de políticas públicas inclusivas, pela via de crédito (público, de forma importante), ou pela via de investimentos públicos e de apoio ao investimento privado. De outra parte, no caso dos países europeus, por exemplo, a política de ajuste adotada engendrou no crescimento do desemprego, queda dos salários e levou a uma retomada mais lenta da economia (UNCTAD, 2011).

Ainda assim, a análise da dinâmica dos países periféricos por parte dos organismos multilaterais, especialmente do FMI, começa a indicar a existência de desequilíbrios inflacionários, de uma atividade altamente flutuante e de superaquecimento, em parte relacionado ao excesso de ingresso de capitais (IMF; WEO, 2011).

Tabela 3.1 – Crescimento do PIB em %

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Desenvolvidos</b>	4,0	1,5	-2,1	4,1	2,8	2,2	2,4	2,5
Estados Unidos	1,8	-0,3	-2,8	2,9	1,6	2,3	2,2	2,4
Zona do Euro	3,0	0,5	-4,5	2,0	1,8	-0,8	-0,4	0,8
<b>Em Desenv.</b>	8,0	5,3	2,1	7,8	5,8	4,7	4,8	4,5
Am. Latina. e Caribe	5,5	3,6	-1,6	5,8	4,7	3,2	2,8	1,4
México	3,2	1,4	-4,7	5,2	3,9	4,0	1,4	2,1
Brasil	6,7	5,0	-0,2	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1
Asia	9,2	5,9	4,1	8,8	6,9	5,1	5,6	5,6
Sudeste Asiático	6,7	4,2	1,6	8,1	4,7	5,8	4,9	4,3
China	14,1	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,4
Índia	10,1	6,2	5,0	11,0	6,2	4,4	6,4	7,1

Fonte: UNCTAD, 2015 pp 2

**(iii) 2011-T4 e T1-2012 – Retração geral de liquidez**

Após o surto de recursos que se processou até o final de 2010, ocorreu uma retração durante o ano de 2011, resultante dos problemas enfrentados pelos bancos europeus. Estes últimos provocaram uma percepção de que este fato poderia levar os agentes a efetuarem um movimento de “fuga para a qualidade”, ao mesmo tempo em que indicadores como o VIX apontavam uma piora das expectativas. Esse fato afetou, temporariamente, o direcionamento de recursos aos países periféricos – mais a frente, nesse mesmo capítulo, efetuaremos uma análise empírica dessa indicação.

Mais uma vez, a situação que provocou essa retração de liquidez não teve relação direta com acontecimentos específicos dos países periféricos. Na verdade, esteve relacionado aos impactos continuados da crise do euro, que continuava se processando. No último trimestre de 2011, os bancos europeus, com alta exposição à dívida dos países da zona do euro que entraram em crise, apresentaram forte dificuldade de obtenção de recursos para sanar seus balanços, em um momento em que precisariam aumentar seu capital, para atender às novas regras que deveriam ser cumpridas até 2012. Nesse momento, havia a possibilidade concreta de desalavancagem por parte dos

bancos, sendo observada uma forte retração de crédito na Europa, provocando uma piora geral das expectativas quanto às possibilidades de crescimento e, a partir disso, uma piora na percepção quanto aos caminhos da dinâmica econômica mundial. A partir daí, os custos das linhas de crédito de curto prazo cresceram rapidamente e houve uma retração do direcionamento de recursos aos países periféricos (BIS, 2012; FMI, 2012; UNCTAD, 2012; PRATES, 2013).

É importante destacar que parte importante do ingresso de recursos nesses países no interregno 2009-2011 se deu pela via de investimentos em carteira e que a reversão por essa rubrica foi muito rápida, o que reforça o argumento desta tese de que fatores conjunturais afetam a dinâmica de recursos dirigidos a países periféricos e que fluxos que apresentam grande facilidade de reversão sofrem influência dessa mudança de dinâmica da liquidez.

A percepção de que a liquidez foi afetada por elementos de conjuntura internacional se torna mais explícita quando se observa o retorno da liquidez e dos recursos aos países periféricos, após a decisão do Banco Central Europeu e de Bancos Centrais dos países avançados em apoiar a situação dos bancos europeus. Por outro lado, a mudança de percepção do “ambiente de risco” mudou devido a dois fatores: primeiro, a abertura de uma linha de crédito no valor de 1 trilhão de euros pelo Banco Central europeu e, em segundo lugar, a melhora das condições de crédito, ao ampliar o prazo das linhas de swap dólar-euro e ao reduzir seu custo, dos Bancos Centrais da Inglaterra e da Suíça (BIS, 2012; PRATES, 2013).

Assim, a tentativa conjunta de se evitar uma crise bancária mais geral levou a uma melhora de expectativas, o que pode ser observado pelo movimento de reversão do índice VIX no início de 2012. Mais uma vez, a melhora da conjuntura leva à “volta do apetite pelo risco”, fato aliado à manutenção das taxas de juros dos países centrais em baixos patamares. Nestes termos, o retorno da liquidez tem a ver com esses fatores, mas deve-se destacar que este novo ciclo de recursos se dá em uma nova conjuntura, na qual o processo de crescimento em diversos países periféricos já apresentava problemas, o que não impediu o ingresso de recursos.

A partir de 2012, de certa forma, a situação de queda da dinâmica de crescimento dos países periféricos em comparação aos países centrais se inverte. Da parte dos países centrais passa a ocorrer um processo de recuperação gradualmente mais forte e, a partir de 2014, a recuperação apresenta-se mais robusta, ainda que em uma dinâmica consideravelmente menos significativa do que aquela que se observara no

período 2002-2007. Outra consideração importante é a de que a retomada se dá em uma situação de menor dinamismo também da China e de queda do preço das *commodities*, com destaque para a queda dos preços do petróleo e do aço, em especial após 2014.

Para vários países periféricos, as fragilidades passam a despontar, sendo que o papel da China é muito importante para várias dessas economias (IMF; WEO, 2014) e que a redução do ritmo de crescimento dessa última afetaria, inexoravelmente, a dinâmica desses países. Neste sentido, observa-se um crescimento desigual, como no período anterior, mas agora se invertendo a lógica (IMF, WEO, setembro 2015): as economias avançadas continuam avançando, mas um conjunto importante das economias periféricas passa a apresentar problemas de crescimento, movimento puxado por algumas grandes economias, como a brasileira, e por países exportadores de petróleo.

Organismos internacionais e as agências classificadoras de risco passam a indicar que estaria ocorrendo um movimento de crescimento dos riscos para o grupo dos países periféricos (IMF; WEO, 2015) vis-à-vis a maior volatilidade dos mercados financeiros. Nesse contexto, mesmo considerando que o período pós 2012 não se apresenta como uma fase de reversão de recursos para os periféricos, a crise do mercado de capitais chinês e o possível aumento paulatino da taxa de juros norte-americana indicam uma gradual mudança na dinâmica da liquidez, aliada à percepção de maior risco para os países periféricos.

O FMI em seus relatórios pós 2014 (IMF; WEO, abril de 2014 e setembro de 2015) passa a indicar a fragilização da situação da liquidez mundial, comentando que mudanças regulatórias nos mercados mundiais estariam piorando a situação. Neste caso, destaca-se o crescimento das compras de títulos corporativos por fundos mútuos. Este é um movimento que tem potencial de fragilizar as corporações, uma vez que os referidos fundos podem vendê-los rapidamente em situação de mudança de conjuntura, afetando a situação de solvência das empresas, que teriam aumentado seu nível de endividamento em quatro vezes entre 2003 e 2014 (IMF *Global Financial Stability Report – GFSR*, outubro de 2015). Dessa forma, cresce o volume de títulos cujos preços são rapidamente influenciados por mudanças da conjuntura de curto prazo, mais especificamente, por uma redução momentânea de liquidez (*cross market contagion*). Com o aumento do volume deste tipo de título, o risco de ocorrer um aumento da volatilidade dos fluxos devido a movimentos nos mercados de ativos, além do aumento correlacionado do volume de derivativos, aumenta a probabilidade dos efeitos de contágio. Neste cenário,

um *stress* de liquidez gera pressões sobre corporações altamente endividadas (FMI, 2015b; GFSR, outubro 2015).

Assim, a indicação é a de que as corporações estão mais suscetíveis à redução de liquidez no período pós 2014 e que os “mercados” podem aumentar sua volatilidade. Isto, por sua vez, afeta rapidamente os fluxos de investimentos em carteira e de moedas e depósitos, que são rapidamente influenciados por variações de conjuntura, provocando movimentos de “fuga para a qualidade”.

Ademais, observa-se um movimento de crescimento da oferta de *commodities* (especialmente de petróleo) que, aliado a um crescimento menor da China, geraram quedas mais acentuadas no preço das *commodities*. A observação é a de que os aplicadores internacionais indicavam preocupação com países periféricos exportadores de matérias primas (Brasil, Chile, Malásia, Rússia, África do Sul) (FMI, 2015b; GFSR, outubro 2015). O crescimento da alavancagem das corporações preocupa nesse cenário em que se indica o provável crescimento do custo dos empréstimos (quer seja em mercado de crédito ou de capital).

### **3.2 Relação entre fluxos de capitais, variáveis macroeconômicas internas e externas**

O debate que analisa a habilidade de economias abertas em implementar políticas monetárias autônomas no contexto de um sistema financeiro global altamente integrado tem se intensificado recentemente (REY, 2015 e OBSFELS, 2015), o que indica o crescimento da preocupação com o tema da relação entre a dinâmica dos mercados globais e a engrenagem macroeconômica doméstica, especialmente de países periféricos.

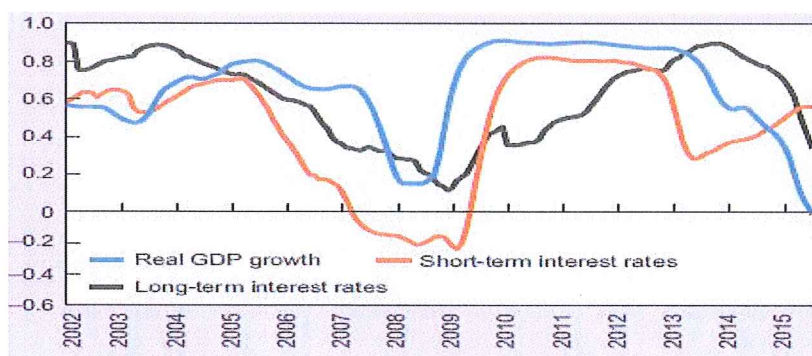
Um estudo feito pelo FMI (2011) analisa como as condições financeiras na América Latina se movem em relação às condições dos “mercados financeiros globais” e mais especificamente em relação à política monetária norte-americana. Para tanto, efetua uma Análise de Componentes Principais (ACP) envolvendo crescimento do produto, inflação e taxa de juros de diferentes países.

Segundo os resultados do estudo, desde o início dos anos 2000, houve um comovimento de taxas de juros entre uma grande amostra de países avançados e mercados periféricos. De fato, as taxas de juros básicas tenderam a exibir forte correlação positiva com o componente global em vários países.

O movimento foi particularmente significativo entre países avançados, mas uma constatação importante é a de que houve também marcante co-movimento das taxas de juros básicas das economias mais financeiramente integradas da América Latina (Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru) com o componente global. A alta correlação encontrada entre a taxa de juros básica dos cinco países financeiramente integrados da América Latina foi semelhante à observada para as economias financeiramente integradas da Ásia (Hong Kong, SAR, Cingapura, Coreia do Sul, Taiwan). Outros países latino-americanos como Costa Rica, Honduras e Paraguai apresentaram co-movimentos limitados das taxas de juros.

Esta dinâmica das taxas de juros reflete o co-movimento dos ciclos de negócios. O estudo do FMI (2011) mostra que todos os países da amostra exibem uma correlação positiva entre o crescimento real do PIB e o correspondente componente global. Na média, países que exibem um alto grau de correlação com o fator global, considerando taxas de juros, tentem a apresentar alto grau de co-movimento em termos de crescimento do produto e inflação. O estudo ainda mostra que o grau de co-movimento nos preços de ativos tem aumentado devido a um crescimento da integração dos mercados financeiros.

**Gráfico 3.7 – Evolução da correlação com o Componente Global – LA5 Média entre os LA5 com o correspondente componente global**



Fonte: FMI 2015b, pp 53

Para os propósitos deste trabalho é importante citar um segundo estudo realizado pelo FMI (FMI, 2015b), que procura analisar a relação entre taxa de juros norte-americana (*federal funds rate*, ligada à política monetária), considerada uma variável exógena, e a taxa de juros de curto prazo de diferentes países periféricos, como a variável doméstica de cada um deles, utilizando um modelo VAR. O resultado

encontrado indica que as taxas de juros de curto prazo reagem de forma diferente, a depender do país em questão. Para os países da América Latina foi encontrada forte relação entre a variação da taxa de juros norte-americana e a taxa interna de curto prazo do México e do Peru, mas uma baixa relação nos casos da Argentina, Bolívia, Chile, Costa Rica e Uruguai. Paralelamente, a Colômbia apresentou uma resposta praticamente nula e, no caso do Brasil, a resposta foi não significativa.

Um elemento importante a considerar, com relação a esse resultado, é o fato de que em diferentes países da América do Sul o regime de metas para inflação, aliado ao câmbio flutuante, leva a um movimento dos juros domésticos que não responde meramente a variações da taxa de juros norte-americana.

No caso de uma variação positiva da taxa de juros básica norte-americana, pode ocorrer um movimento de saída de recursos do país e um movimento de desvalorização do câmbio, o que provocará efeitos inflacionários, com reflexos para a taxa de juros do país. No entanto, a dinâmica da taxa de juros básica de cada país responde a vários outros fatores que também provocam inflação. Neste sentido, a variação provocada pelo movimento da taxa de juros dos Estados Unidos não será predominante para a explicação do comportamento da primeira. Desta forma, para países com este perfil, a taxa de juros interna é menos dependente da taxa de juros norte-americana.

Outra preocupação recente de diferentes trabalhos relaciona-se às questões tratadas na tese: os impactos provocados por variáveis exógenas – fora do alcance da política local – sobre os fluxos de recursos dirigidos aos periféricos, destacando-se o efeito desestabilizador e de vulnerabilidade que essa dinâmica provoca.

Em Adler, Djigbenou e Sosa (2014), a dinâmica dos fluxos de residentes e estrangeiros é estudada em separado em sua resposta a choques financeiros internacionais, considerando-se para esses choques: o índice VIX e a *Federal Funds Rate*, dos Estados Unidos<sup>49</sup>. No caso de índice VIX, os autores destacam que ele é tido como um indicador dos “humores do mercado” e seria uma *proxy* da expressão da incerteza conjuntural, sendo que ele também é sensível às variações das taxas de juros norte-americanas. A primeira das duas taxas citadas está ligada à operação da política monetária (*Federal Funds Rate*) e a segunda relaciona-se aos movimentos da taxa de juros de longo prazo (*10-year treasury bond rate*). Uma das indagações levantadas pelo estudo refere-se a verificar se os fluxos de residentes (que detêm ativos estrangeiros)

---

<sup>49</sup> A taxa *Treasury* de 10 anos dos Estados Unidos.

poderiam contrabalançar os movimentos de saída brusca de recursos dos estrangeiros em momentos de choques. A Tabela 3.2 resume os principais resultados.

**Tabela 3.2 – Resultados do estudo referente à relação entre choques no VIX, Federal Funds Rate e Taxa Treasury (dados trimestrais)**

	VIX	Federal Rate	Funds	Taxa Treasury 10 anos
Fluxos líquidos	Retração limitada	Saída líquida de recursos, limitada	de mas	Considerável saída líquida de recursos
Influxos líquidos (estrangeiros)	Considerável retração de recursos	Limitada de recursos	retração	Considerável retração de recursos
Refluxos líquidos (residents)	Considerável repatriação de capital	Limitada de acumulação de ativos estrangeiros	de	Moderada repatriação de capitais

Fonte: Adler, Djigbedou & Sosa (2014)

Foram encontradas evidências do efeito positivo e “estabilizador” do movimento de residentes nos momentos de choques. A lógica seria a de que os choques provocados por um aumento da percepção de instabilidade (índice VIX) ou pelo aumento das taxas de juros norte-americanas provocaria um movimento de desvalorização do câmbio, sendo que a queda de preços dos ativos domésticos se daria com defasagem. Para se beneficiarem do movimento, no início do processo, os residentes detentores de ativos internacionais, prevendo os efeitos da desvalorização do câmbio, vendem seus ativos referentes a outras economias e compram títulos domésticos, já que estes baixam paulatinamente de preço. Desta forma, os agentes compram os ativos na baixa, para depois vender na alta, obtendo, assim, ganhos de capital através da especulação.

No entanto, esta conclusão precisa ser qualificada. Segundo os resultados do estudo, o movimento dos residentes ocorreu nos casos dos choques relacionados à incerteza mais geral (índice VIX) e aos choques relacionados aos movimentos da taxa de juros de longo prazo dos Estados Unidos. Entretanto, não ocorreram no caso dos choques provocados pela taxa de juros vinculada à política monetária dos Estados Unidos. Nesse último caso, os movimentos de saídas de capitais se sobrepuseram nas duas rubricas, já que os residentes preferiram manter-se aplicados em dólares e, mais do que isso, aumentaram a saída de dólares para a compra de ativos no exterior.

Note-se que mesmo esses resultados também precisam ser qualificados, pois, considerando a separação da amostra por regiões de países periféricos, o resultado é diferente. De fato, no caso dos países da América Latina, o declínio de fluxos resultante de uma variação conjuntural é muito maior do que o verificado para os demais periféricos (duas vezes maior) e o retorno de residentes nessa situação é muito pequeno. Nesses termos, os impactos desses choques sobre os fluxos líquidos são muito maiores para essa região e não se verifica, efetivamente, o efeito estabilizador dos fluxos de residentes. De outra parte, no caso das variações da taxa vinculada à política monetária (*Federal Funds Rate*), os efeitos são muito menores, mas se fazem sentir, tanto no caso de estrangeiros quanto de residentes. É possível inferir, ao analisar esse resultado, que o fluxo de recursos de residentes aprofunda a dinâmica dos fluxos de recursos originados por estrangeiros.

Os choques internacionais relacionados às condições conjunturais têm um impacto importante para a América Latina (e em menor nível sobre os periféricos asiáticos). É possível observar um declínio dos fluxos brutos (duas vezes maior quando se separa a América Latina dos demais periféricos), sendo que este declínio é apenas parcialmente compensado pela repatriação de ativos de residentes. Nos países emergentes da Europa, em contraste, os efeitos dos fluxos líquidos e brutos não são significantes.

Outro resultado importante é o impacto negativo da taxa de juros de curto prazo dos Estados Unidos sobre os fluxos, destacando-se que o efeito maior se dá no caso das economias emergentes da Europa. Um aumento da taxa de juros básica dos EUA tem provocado uma grande queda nos influxos brutos (também com o crescimento da saída de recursos de residentes, mas com menor peso). No caso da América Latina e da Ásia, o declínio dos fluxos líquidos é também explicado pelo crescimento da posse de ativos estrangeiros por residentes.

Adler, Djigbenou, e Sosa (2014) analisam a resposta dos fluxos da conta financeira de países periféricos relacionados a residentes e estrangeiros a choques financeiros. Para tal, eles utilizam um modelo VAR de painel, considerando 38 países periféricos, no período 1990Q1 a 2012Q4. O estudo investiga separadamente a resposta dos aplicadores domésticos a choques externos em comparação a investidores estrangeiros. Os autores analisam também os choques provocados pelos movimentos das taxas de juros norte-americanas de curto e longo prazo e choques de confiança indicados pelo índice VIX.

O estudo apresentado pelo próprio FMI (FMI, 2014; REO – *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, 2014) indica que um aumento inesperado na taxa de juros norte-americana leva a uma queda significativa nos fluxos brutos de capitais dirigidos às economias periféricas. Paralelamente, outro resultado foi o de que uma percepção positiva das condições econômicas internacionais (medida pelo VIX) aumenta os fluxos.

No que se refere especificamente aos fluxos para a América Latina, a indicação é a de que eles são mais relacionados com outros fatores externos, como o sentimento de riscos globais (medidos pelo VIX) e o preço das *commodities*. Ainda assim, o comentário é o de que o movimento das taxas de juros deve afetar os fluxos, uma vez que, em geral, eles desaceleram, seguindo um aumento das taxas de juros americanas a termo.

Em suma, as análises efetuadas pelo FMI após 2013 indicam a preocupação em relacionar o direcionamento dos recursos de investimentos em carteira aos países emergentes depois de 2000, com a taxa de juros norte-americana, uma vez que a própria análise visual da dinâmica dos fluxos sugeria essa relação.

### **3.3 Análise do fluxos de capitais determinantes na volatilidade da conta Financeira**

De acordo com o argumento construído desde o começo desta tese, a dinâmica do balanço de pagamentos de países que têm moeda fraca seria dependente de fatores exógenos a estas economias. O objetivo desta seção consiste em elaborar um estudo a respeito da correlação entre a dinâmica dos fluxos de capitais em seis países da América do Sul e variáveis exógenas, que não podem ser controladas através de ações de política econômica destes países.

A análise empregada será a de séries temporais e os modelos de VAR. Esta metodologia foi difundida a partir do artigo clássico de Sims (1980) e se tornou rapidamente popular entre os economistas. O objetivo deste modelo é estudar de forma empírica a participação de cada uma das variáveis do modelo em todos os choques individuais possíveis (análise de decomposição da variância) e/ou verificar, por meio de simulação, a sensibilidade das variáveis econômicas a choques específicos em períodos determinados (estudo das funções de impulso-resposta).

Biage, Correa e Neder (2003) utilizam a metodologia VEC para estudar os determinantes das taxas de juros no Brasil através da análise do risco-país e dos fluxos de capitais. Klotzle (2008), por sua vez, analisa os determinantes das taxas de juros brasileiras para títulos públicos pré-fixados de longo prazo, enquanto Kobayashi (2008) estuda a volatilidade da conta financeira do balanço de pagamentos para os casos do Brasil, México, Argentina e Chile. Os determinantes macroeconômicos do *spread* bancário no Brasil são analisados por Oreiro e De Paula e Silva (2006). Silva e Resende (2008), por sua vez, averiguam a eficácia dos controles de capitais no Brasil e Val e Libânio (2009) fazem uma análise empírica da recente instabilidade financeira no Brasil, a partir do índice de fragilidade externa.

No estudo dessa seção, serão utilizadas como variáveis que representam fatores exógenos o índice de “aversão ao risco” mais utilizado pelos operadores nos mercados financeiros mais importantes do mundo: o índice VIX e o diferencial de juros entre a taxa de juros norte-americana e a taxa de juros interna<sup>50</sup>. Como demonstramos nas seções anteriores, estas duas variáveis representam os “humores do mercado” e movimentos em ambas influenciam a dinâmica das economias da América do Sul.

Segundo estudo proposto por Ferraz (2011), o índice de aversão ao risco VIX mostrou-se uma variável-chave na determinação dos *spreads* soberanos, com elevado poder explicativo. A autora propõe um estudo empírico dos determinantes do risco-país em um período que engloba a crise financeira recente, buscando verificar os efeitos desta sobre os *spreads* dos títulos soberanos dos países emergentes. Também neste estudo, o índice VIX foi utilizado como *proxy* da aversão ao risco dos investidores.

Ferraz (2011) conclui que momentos de maior aversão ao risco resultam em prêmios de risco mais elevados, o que corrobora a visão de que a crise financeira recente teve um impacto significativo sobre a percepção de risco dos países emergentes, elevando significativamente o prêmio de risco. A partir destes resultados, pode-se afirmar que o índice VIX é uma boa *proxy* para os humores de mercado.

---

<sup>50</sup> No caso do diferencial de juros, trata-se da diferença entre taxa de juros interna *versus* taxa de juros norte-americana. Aqui o que se pretende demonstrar é que, em períodos de instabilidade, as economias emergentes têm que aumentar de forma significativa suas taxas de juros para tentar impedir a fuga dos capitais voláteis que procurarem “fugir para segurança”.

No que se refere aos indicadores nacionais, levando-se em conta as questões teóricas levantadas, utilizam-se dados referentes à taxa de câmbio (*money market rate percent per annum*) obtida no Banco Mundial. Como variável que representa o balanço de pagamentos, utilizam-se o item do balanço de pagamentos que mais influencia a variância da conta financeira de cada país investigado no capítulo anterior.

Serão analisados neste estudo seis países: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Uruguai e Venezuela. Estes países foram escolhidos dentre os analisados no capítulo anterior. No primeiro grupo estão Argentina, Brasil e Colômbia, o qual representa os países em que o(s) fluxo(s) mais explicativo(s) da variância da CF são vinculado(s) a estrangeiros. Para esses três países, o fluxo de investimentos em carteira de estrangeiros (passivos) em títulos de renda fixa (PICTRF) é o fluxo que mais contribui para a variância da Conta Financeira. Cabe comentar que, no caso do Brasil, o fluxo de investimentos em carteira de estrangeiros em ações também é fundamental (PICAções). Paralelamente, no caso da Colômbia, também será utilizado o fluxo de investimento em carteira de residentes (ativos) em títulos de renda fixa de residentes (AICTRF). Porém, a dinâmica deste último é fortemente influenciada pelo fluxo de recursos de estrangeiros, como será visto mais adiante ao analisar os resultados dos modelos.

O segundo grupo, por sua vez, é constituído por Chile, Uruguai e Venezuela. No caso destes países, o(s) fluxo(s) que influencia(m) na variância da conta financeira são aqueles ligados aos residentes. Para o caso dos três países, o fluxo de outros investimentos de residentes (ativos) em moeda e depósitos (AOIMD) tem forte influência sobre a variância da conta financeira. No caso do Chile, o fluxo de investimentos em carteira de residentes (ativos) em títulos de renda fixa também são essenciais e serão utilizados no modelo desse país.

A presença destes dois grupos ilustra que não há uma homogeneidade de comportamento na dinâmica da conta financeira do balanço de pagamentos dos países dentro da América do Sul, já que suas duas partes são controladas por fluxos distintos. Para nós, isso tem a ver com os diferentes graus de desenvolvimento do mercado de capitais e monetário dos diferentes países, bem como pelo potencial de ganho especulativo que se apresenta nesse contexto.

O estudo de Adler, Djigbenou e Sosa (2014), como comentado anteriormente, buscou estudar a dinâmica dos fluxos de residentes e estrangeiros, à parte, em sua

resposta a choques financeiros internacionais. Porém, o artigo não analisa o que chamamos de “terceiro nível de abertura” da conta financeira do balanço de pagamentos dos países, como é o caso do presente estudo. Nesse caso, para além de discriminar a separação de fluxos de estrangeiros e residentes em cada grande fluxo da conta financeira (ID, OI, IC, Der), também há a separação pelos subfluxos dessas contas, conforme já explicado anteriormente. Outro estudo semelhante foi feito por Pereira (2015). A autora também elaborou um modelo de vetores autorregressivos com variáveis que representam os “humores do mercado” e variáveis internas, considerando o “terceiro nível de abertura”, porém, apenas para o Brasil.

São duas as hipóteses a serem testadas aqui. Primeiramente, de acordo com a nossa argumentação, a dinâmica da conta financeira do balanço de pagamentos de países que têm moeda fraca seria dependente de fatores exógenos a estas economias, que podem ser fortemente conjunturais, como a dinâmica do índice VIX, que é um indicador dos “humores” dos mercados financeiros. Espera-se que a variância dos fluxos que mais influem na volatilidade da conta financeira seja, em parte, explicada pela variância do índice VIX e pelo diferencial de juros ofertados pelos Estados Unidos e pelo país em estudo. Também se esperaria que o índice VIX tivesse importância para explicar a variação do câmbio. Nesses casos, elementos especulativos estariam influenciando os juros e o câmbio. Este resultado corroboraria a indicação de que a dinâmica dos mercados globais tem uma determinação importante para estes fluxos. Ainda considerando a hipótese que estamos levantando, a nossa indicação é a de que: (i) países que têm mercados financeiros mais desenvolvidos e que apresentem altos diferenciais de juros teriam os fluxos financeiros mais afetados por variáveis conjunturais; (ii) países em que os fluxos de residentes dominam na explicação da variância da conta financeira não apresentam o “efeito compensatório”, citado na literatura comentada anteriormente.

Desse modo, esses resultados influenciam a análise da vulnerabilidade externa, pois variáveis conjunturais externas ao país podem ter forte impacto sobre os fluxos que influenciam a volatilidade da conta financeira e/ou sobre o câmbio. Como visto, isto pode afetar a dinâmica de investidores estrangeiros, mas também de residentes e, nesse último caso, o estoque de ATIVOS relativos à Posição Internacional de Investimentos.

### 3.3.1 Análise de Séries Temporais

Os modelos econômicos, tratados na econometria, podem ser puramente teóricos ou econométricos. Neste trabalho, desenvolve-se um modelo econométrico, classificado dentro do grupo das formas funcionais lineares multiequacionais de séries temporais, uma das áreas mais férteis para a pesquisa (ENDERS, 1995).

O VAR de ordem (p) pode ser escrito da seguinte maneira:

$$y_t = c + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t$$

Onde  $c$  é um vetor  $K \times 1$  de constantes (interceptos),  $A$  é uma matriz  $K \times K$  e  $\varepsilon_t$  é um vetor  $K \times 1$  de erros que satisfazem as seguintes condições:

1.  $E(\varepsilon_t) = 0$
2.  $E(\varepsilon_t \varepsilon_t') = \Omega$
3.  $E(\varepsilon_t \varepsilon_{t-k}') = 0$

De forma matricial o VAR pode ser escrito da seguinte maneira:

$$Y_t = C + AY_{t-1} + U_t$$

Onde

$$A = \begin{bmatrix} A_1 & A_2 & \dots & A_{p-1} & A_p \\ I_k & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & I_k & \dots & 0 & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \end{bmatrix} \quad Y = \begin{bmatrix} y_1 \\ \vdots \\ y_p \end{bmatrix} \quad V = \begin{bmatrix} 1 \\ 0 \\ \vdots \\ 0 \end{bmatrix} \quad U_t = \begin{bmatrix} u_t \\ 0 \\ \vdots \\ 0 \end{bmatrix}$$

No VAR, todas as variáveis são tratadas simetricamente, por isso, não é necessária a classificação entre variáveis dependentes e independentes. Assim, uma variável  $y_t$  pode ser afetada pela variável  $z_t$ , enquanto a variável  $z_t$  pode ser afetada pela variável  $y_t$ , em relações contemporâneas ou passadas. Dessa forma, a estrutura do sistema incorpora *feedbacks*, isso porque  $y_t$  e  $z_t$  poderão afetar uma a outra. Essa é uma das primeiras observações críticas de Enders (1995), em relação aos modelos de função de intervenção e de transferência, que classificam as variáveis entre independentes e dependentes, desconhecendo, assim, se o caminho do tempo da primeira foi afetado pela trajetória da segunda.

Um dos primeiros passos ao escolher a metodologia VAR corresponde à análise da estacionariedade das variáveis. A verificação da ordem de integração das séries de tempo é uma das primeiras etapas para saber o número de vezes que uma série necessitará ser diferenciada para que se torne estacionária. Como aponta Sims (1980), a hipótese fundamental do modelo VAR é a de que todas as séries sejam estacionárias, como veremos mais adiante na descrição do modelo. Porém, a partir do momento em que exista mais de uma variável que deva ser diferenciada no modelo, a possibilidade de existir uma relação de cointegração se coloca e, neste caso, o modelo a ser utilizado é o modelo VEC.

O modelo VEC é uma extensão do modelo VAR. Desta maneira, as especificações elementares dos dois são as mesmas. Em ambos, as variáveis são definidas como função de seus próprios valores defasados no tempo e também pelas defasagens das demais variáveis consideradas na análise. A diferença entre os dois modelos está na capacidade em trabalhar com séries que apresentam raiz unitária sem perder eficiência e/ou informação na estimação. Ao contrário do modelo VAR, o modelo VEC consegue trabalhar com séries não estacionárias sem gerar os problemas de perda de eficiência e/ou informação. Isso porque o modelo VEC trata as variáveis com raiz unitária, encontrando combinações lineares das variáveis integradas que sejam estacionárias (ENDERS, 1995).

### 3.3.1.1 Estimação do modelo VAR

A chamada “decomposição de Cholesky” corresponde a um dos métodos de identificação mais populares entre os macroeconomistas. Entretanto, duas limitações são lembradas com frequência. A primeira refere-se ao elevado número de parâmetros dos modelos VAR, com reflexo no tamanho de amostra requerido para que se obtenha uma estimação confiável. O número de parâmetros a ser estimado cresce geometricamente com o número de variáveis  $K$  e, proporcionalmente, com o número de defasagens  $p$ . Dessa forma:

$$\text{Número de parâmetros} = K(Kp+K)$$

Consequentemente, quando o número de variáveis VAR é relativamente alto e o período da amostra é relativamente baixo, é provável que as estimativas sejam influenciadas pelo ruído ao invés do sinal das variáveis, trazendo sérias limitações ao modelo. Outro ponto polêmico ligado a esta metodologia está no fato de que ao

pesquisador cabe selecionar a ordenação causal adequada das variáveis sob análise. Assim, a opção por determinada ordenação requer justificativas a partir de argumentos teóricos ou de conhecimento prévio acerca da natureza das relações contemporâneas entre as variáveis. A dificuldade, no entanto, reside no fato de que a argumentação teórica pode ser plausível para diferentes ordenamentos, ficando difícil analisar qual seria a ordem ideal a ser utilizada, já que são equivalentes do ponto de vista estatístico.

De acordo com Cavalcanti (2010), mesmo os adeptos dessa metodologia reconhecem suas limitações. Nesse contexto, destacam-se as contribuições de Pesaran e Shin (1998), cujas funções de resposta a impulso generalizadas dependem da distribuição observada dos resíduos do VAR; de Swanson e Granger (1997), que exploram as correlações condicionais dos resíduos do VAR com base na teoria dos grafos acíclicos direcionados de Spirtes et al. (2000); e de Lanne e Lutkepohl (2008), que identificam o modelo a partir de mudanças na volatilidade dos choques ao longo da amostra.

Outro método utilizado que tem se revelado bastante popular para a escolha da ordem é o da realização de testes de causalidade de Granger (1969). De acordo com esse método, o VAR é identificado através de uma decomposição de Cholesky, na qual a ordenação causal é definida em conformidade com os resultados de testes de causalidade de Granger, sob a hipótese implícita de que a ausência de causalidade (no sentido de Granger) de uma variável  $Y$  para outra variável  $X$  deve implicar a ausência de efeito contemporâneo de  $Y$  sobre  $X$ . O objetivo aparente desse procedimento seria reduzir o grau de arbitrariedade na escolha da ordenação causal a ser adotada, pois esta estaria amparada em critérios estatísticos.

Segundo Cavalcanti (2010), trata-se de um equívoco, pois o conceito de causalidade de Granger não guarda necessariamente nenhuma relação com a ocorrência (ou não) de efeitos contemporâneos de uma variável sobre outra. De acordo com o autor, o fato de certa variável  $Y$  não causar outra variável  $X$ , no sentido de Granger, não é condição necessária nem suficiente para a ausência de efeito contemporâneo de  $Y$  sobre  $X$ . Essa conclusão depõe fortemente contra o método de identificação em questão, mas por si só não o invalida totalmente, pois a ausência de causalidade de Granger poderia estar positivamente correlacionada com a ausência de efeito contemporâneo de uma variável sobre outra de modo que, na prática, o método poderia conduzir indiretamente a conclusões corretas acerca da ordenação adequada do VAR. Em uma segunda etapa, porém, a nota feita por Cavalcanti mostra que não há razão para crer que

isso ocorra em macroeconomia, pois são prováveis situações em que uma variável  $X$  tenha um efeito contemporâneo não nulo sobre  $Z$ , apesar de não causá-la no sentido de Granger. Tais resultados são apresentados no contexto de um VAR bivariado, mas são facilmente generalizáveis para modelos com três ou mais variáveis.

No caso desta tese, o teste de causalidade de Granger foi efetuado para todos os modelos. Entretanto, na maioria dos casos, o resultado indicava que pelo menos uma das variáveis *proxies* para “humores do mercado” (VIX, Dife<sup>51</sup>) seria mais endógena do que as variáveis correspondentes ao mercado interno (câmbio e componente da conta financeira). Este resultado aparenta ser plausível, uma vez que, como vimos nas seções anteriores, os movimentos destas duas variáveis têm um impacto direto sobre a dinâmica das economias emergentes, sendo, portanto, exógenas a elas. Dessa forma, optou-se pela escolha da ordem das variáveis, porém justificada teoricamente. Ademais, como forma de tentar diminuir o viés que a escolha desta ordem possa causar sobre os resultados do modelo, decidiu-se por choques generalizados ao se estimar os resultados do VAR (impulso-resposta).

Em resumo, a seguinte sequência foi utilizada na estimação dos modelos VAR:

- 1- Teste de estacionariedade;
- 2- Teste de cointegração;
- 3- Teste para seleção do número de defasagens;
- 4- Escolha da ordem do modelo;
- 5- Estimação do modelo VAR ou VEC de acordo com o resultado dos testes;
- 6- Investigação da decomposição da variância;
- 7- Análises das funções de impulso-resposta.

### 3.3.1.2 Testes de Estacionariedade (testes de raiz unitária)

A análise de regressão envolvendo dados de séries temporais requer que as séries sejam estacionárias. Séries estacionárias são aquelas que apresentam suas médias e variâncias constantes ao longo do tempo, e covariância entre dois períodos de tempo dependendo exclusivamente da distância ou defasagem entre os dois períodos, e não do período no tempo em que a covariância é calculada (DE PIZA e DIAZ, 2006).

---

<sup>51</sup> Diferencial de juros.

Para tanto, utilizam-se os testes de raízes unitárias. Destaca-se que o teste de Fuller (1976) foi o primeiro a ser desenvolvido com a finalidade de verificar a presença de raízes unitárias. Esse teste foi complementado pelos trabalhos de Dickey e Fuller (1979 e 1981) e o desenvolvimento algébrico do modelo é o que se segue, considerando um modelo simples, sem intercepto e tendência:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Em que o termo  $\varepsilon_t$  é um ruído branco se:

1.  $E(\varepsilon_t) = 0, \forall t$ ;
2.  $E(\varepsilon_t^2) = \sigma^2, \forall t$ , e
3.  $E(\varepsilon_t, \varepsilon_{t-j}) = 0, \forall t, \forall j \neq 0$

Para esse modelo, a hipótese  $H_0$  é  $\rho = 1$  e a hipótese  $H_1$  é  $\rho < 1$ . Assim, se  $|\rho| < 1$ ,  $Y_t$  é estacionária e descrita como um processo autorregressivo de ordem 1, ou seja, [AR(1)]. Já se  $\rho = 1$ ,  $Y_t$  é não estacionária e descrita como um passeio aleatório.

Em um modelo contendo intercepto, podemos representar a forma algébrica como:

$$Y_t = \alpha + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

e no modelo contendo o intercepto e tendência como:

$$Y_t = \alpha + \beta t + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

O teste de Dickey-Fuller (DF) consegue verificar a existência de raiz unitária em  $Y_t$  para os três modelos apresentados, sem intercepto, com intercepto e com intercepto e tendência, sob a hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos. Assim, ao subtrair-se  $Y_{t-1}$  de ambos os lados dos três modelos, tem-se o seguinte sistema de equações:

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \gamma Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \gamma Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (6)$$

em que  $\gamma = \rho - 1$ .

Assim, são testadas as hipóteses  $H_0$  de que  $\rho = 1$  e  $H_0$  de que  $\gamma = 0$ , contra a hipótese alternativa  $\gamma < 1$ . Esse teste de hipóteses utiliza a estimação por meio do processo de mínimos quadrados ordinários, mas o teste de raiz unitária utiliza a estatística  $\tau_\mu$ , para a presença de intercepto, e a estatística  $\tau_\tau$ , para a presença de intercepto e tendência. Essas estatísticas tiveram os valores críticos tabulados por Fuller (1976), com base em simulações de Monte Carlo (GRÔPPO, 2004). E, quando se testam conjuntamente as hipóteses, estes testes são denominados de teste  $\phi$ , e correspondem ao teste padrão F.

Acrescenta-se ainda ao teste de raiz unitária que os testes de DF baseiam-se em um processo AR(1), mas se esse fosse autorregressivo de ordem  $\rho$ , com  $\rho > 1$ , nas variáveis diferenciadas das equações (4), (5) e (6), deve-se incluir a defasagem  $\left( \sum_{i=1}^{p-1} \delta_i \Delta Y_{t-i} \right)$ , pois, conforme Grôppo (2004), dessa forma se preserva a condição de ruído branco. Assim, o teste se torna o de Dickey-Fuller Aumentado (ADF), assumindo a nova forma:

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \delta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (7)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \delta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (8)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \delta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (9)$$

Em que  $\Delta Y_{t-1} = (Y_{t-1} - Y_{t-2})$ ;  $\Delta Y_{t-2} = (Y_{t-2} - Y_{t-3})$  etc., ou seja, utilizam-se termos diferenciados defasados.

Para se determinar o número de defasagens ( $p-1$ ) a ser incluído nas regressões (7), (8) e (9), adota-se a modelagem do tipo geral para o específico. Em outras palavras, estima-se, incluindo um número razoavelmente grande de defasagens que vão sendo eliminadas uma a uma, caso o coeficiente da última apresente-se não significativo,

conforme sugerido por Campbell e Perron (1991) e Grôppo (2004). A significância estatística da última defasagem em conjunção com os menores valores dos critérios de informação Akaike e Schwarz e do teste de autocorrelação de Ljung e Box (1978) são os procedimentos geralmente adotados na determinação do número ideal de defasagens. Os critérios de Akaike (AIC) e Schwarz (SC) correspondem a:

$$AIC = \ln \hat{\sigma}^2 + \left(\frac{2}{T}\right) (\text{número de parâmetros}) \quad (10)$$

$$SC = \ln \hat{\sigma}^2 + \left(\frac{\ln T}{T}\right) (\text{número de parâmetros}) \quad (11)$$

Onde  $\hat{\sigma}^2$  é a soma dos quadrados dos resíduos estimados do processo autorregressivo de ordem  $p$  e  $T$  é o número de observações da amostra.

Ademais, na presença de quebra estrutural, para se testar a hipótese de não estacionariedade, utiliza-se o modelo desenvolvido por Perron (1989), que permite considerar as mudanças tanto no intercepto como na inclinação da série a partir da quebra estrutural<sup>52</sup>.

Segundo De Piza e Diaz (2006), a aplicação satisfatória do teste ADF implica a necessidade de que a série testada não possua problema de autocorrelação serial, heterocedasticidade, mudança estrutural ou sazonalidade. Assim sendo, Phillips e Perron (1988) desenvolveram um teste de raiz unitária que permite dependência fraca e heterogeneidade nas perturbações, conforme a equação abaixo:

$$\Delta y_t = \alpha y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Onde  $\alpha = \rho - 1$  e  $\varepsilon_t$  é o termo de erro.

A hipótese nula do teste de Phillips-Perron (PP) é que  $\alpha = 0$ . Testa-se a hipótese de que há uma raiz unitária no modelo, sendo que os valores críticos observados para o teste PP são os mesmos tabelados por Dickey e Fuller.

Um terceiro teste realizado é o DF-GLS, proposto por Elliot, Rothenberg e Stock (1992). Trata-se de uma modificação do teste ADF e apresenta maior robustez nos casos

<sup>52</sup> Em Grôppo (2004) é desenvolvido o modelo para a verificação da existência de raiz unitária em casos de quebras estruturais, desenvolvido por Perron (1989).

em que a média e a tendência não são conhecidas. Assume-se que o processo de geração do erro é um processo estacionário  $I(0)$ . A hipótese nula é que  $\gamma = 1$  na equação:

$$\Delta y_t = \alpha + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \delta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Onde  $\alpha = \mu$  ou  $\mu + \beta_t$

A seguir, encontram-se as tabelas com os resumos dos resultados dos testes de raiz unitária para os seis países estudados<sup>53</sup>:

**Tabela 3.3: Resumo dos testes de raiz unitária**

**Argentina**

	ADF	PP	DF-GLS
<b>Cambio*</b>	I(1)	I(1)	I(1)
<b>PICtrf</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>Dife*</b>	I(1)	I(0)	I(0)
<b>Vix</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>Juros*</b>	I(1)	I(0)	I(0)
<b>Ffr*</b>	I(0)	I(1)	I(1)

**Brasil**

	ADF	PP	DF-GLS
<b>Cambio*</b>	I(1)	I(1)	I(1)
<b>PICtrf</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>PICações</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>Dife*</b>	I(0)	I(1)	I(0)
<b>Vix</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>Juros*</b>	I(0)	I(1)	I(0)
<b>Ffr*</b>	I(0)	I(1)	I(1)

**Chile**

	ADF	PP	DF-GLS
<b>Cambio*</b>	I(1)	I(1)	I(1)
<b>AICtrf</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>AOIM&amp;D</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>Dife*</b>	I(1)	I(1)	I(1)
<b>Vix</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>Juros*</b>	I(1)	I(1)	I(1)
<b>Ffr*</b>	I(0)	I(1)	I(1)

**Colômbia**

	ADF	PP	DF-GLS
<b>Cambio*</b>	I(1)	I(1)	I(1)
<b>PICtrf</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>AICtrf</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>Dife*</b>	I(0)	I(1)	I(0)
<b>Vix</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>Juros*</b>	I(0)	I(1)	I(1)
<b>Ffr*</b>	I(0)	I(0)	I(1)

<sup>53</sup> Para mais detalhes, consulte o anexo ao final do capítulo.

## Uruguai

	ADF	PP	DF-GLS
<b>Cambio*</b>	I(1)	I(1)	I(1)
<b>AOIM&amp;D*</b>	I(1)	I(0)	I(0)
<b>Dife*</b>	I(1)	I(1)	I(0)
<b>Vix</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>Juros*</b>	I(1)	I(1)	I(0)
<b>Ffr*</b>	I(0)	I(1)	I(1)

## Venezuela

	ADF	PP	DF-GLS
<b>Cambio</b>	I(1)	I(1)	I(1)
<b>AOIM&amp;D*</b>	I(1)	I(0)	I(0)
<b>Dife*</b>	I(1)	I(1)	I(0)
<b>Vix</b>	I(0)	I(0)	I(0)
<b>Juros*</b>	I(1)	I(1)	I(0)
<b>Ffr*</b>	I(0)	I(1)	I(1)

Fonte: elaborado pelo autor à partir de testes executados no Eviews. \* indica as variáveis que precisam ser diferenciadas 1 vez para se tornarem estacionárias

De acordo com a Tabela 3.3, todos os países contêm uma ou mais variáveis que devem ser diferenciadas uma vez para se tornar estacionárias, portanto, neste caso, deve ser efetuado o teste de cointegração para verificar se há causalidade de longo prazo entre elas. Caso o teste identifique uma ou mais relações de cointegração, o modelo a ser utilizado passa a ser o VEC (vetor de correção de erros).

### 3.3.1.3 Testes de Cointegração

Além do ordenamento das variáveis, outro passo fundamental à especificação dos modelos é a seleção do número de defasagens, a qual deve ser feita com base em seis critérios listados nas tabelas 3.17 a 3.22 listadas no anexo.

A maioria ou todos os testes apontaram uma defasagem para todos os modelos. Ao analisar os resultados destes testes, conclui-se que no caso da Argentina não houve consenso entre os critérios, portanto, foi adotado o resultado previsto pelo consenso de dois dos critérios mais usados na literatura: o critério de informação Schwarz (SC) e o de Hannan-Quinn (HQ).

### 3.3.1.4 Testes de defasagem

Além do ordenamento das variáveis, outro passo fundamental à especificação dos modelos é a seleção do número de defasagens, a qual deve ser feita com base em seis critérios listados nas tabelas 3.17 a 3.22 listadas no anexo.

A maioria ou todos os testes apontaram uma defasagem para todos os modelos. Ao analisar os resultados destes testes, conclui-se que no caso da Argentina não houve consenso entre os critérios, portanto, foi adotado o resultado previsto pelo consenso de dois dos critérios mais usados na literatura: o critério de informação Schwarz (SC) e o de Hannan-Quinn (HQ).

### 3.3.1.5 Escolha da ordem causal do modelo

A ordem causal deve ser organizada de modo a colocar primeiramente as variáveis mais exógenas e depois as variáveis mais endógenas. A ordem causal utilizada em todos os modelos foi VIX, Dife, fluxos e câmbio.

Adler, Djigbenou e Sosa (2014) destacam que o VIX é tido como um indicador dos “humores do mercado” e seria a *proxy* da expressão da incerteza conjuntural<sup>54</sup>, indicando que ele é essencialmente exógeno, influenciado pela dinâmica dos mercados financeiros globais.

Para reforçar o mesmo argumento, Pereira (2015) afirma que:

É importante destacar que embora o índice VIX seja calculado com base no mercado de ações norte-americano, ele constitui um ‘indicador síntese de instabilidade’ representativo dos mercados financeiros em geral e seu movimento afeta as decisões dos diversos agentes, sobretudo dos financiadores. Neste sentido, sua dinâmica influencia, de um lado, a preferência dos bancos em dirigirem empréstimos e, de outro, interfere na escolha dos compradores de títulos. Ou seja, o VIX afeta os empréstimos via mercado de crédito e de capitais (compra de títulos de dívida direta) (PEREIRA, 2015, p. 46).

---

<sup>54</sup> Segundo Adler, Djigbenou e Sosa (2014), o índice VIX foi recentemente utilizado como uma medida da incerteza global ou *stress* financeiro. Bloom (2009), por exemplo, mostra que este índice de volatilidade é altamente correlacionado com medidas de micro e macronível de incerteza, incluído a partir de variáveis financeiras. Mais recentemente, Carriere-Andorinha e Cespedes (2011), Adler e Tovar (2013) e Adler e Sosa (2013) também usaram o VIX para medir choques de incerteza global.

O que a autora destaca é que na medida em que o VIX influi, de modo geral, nas decisões financeiras, ele também provoca efeitos sobre as predisposições dos agentes compradores de títulos vinculados a países periféricos sem moeda forte. De fato, um aumento na percepção de risco provoca “busca pela qualidade”, isto é, torna-se maior a demanda por ativos considerados mais seguros, denominados em moedas conversíveis internacionalmente.

Ainda nesta mesma linha, Corrêa (2004, 2006), Resende e Amado (2007) e Arestis e Paula (2008) também argumentam que as mudanças de “percepção” quanto à conjuntura global afetam rapidamente o direcionamento de recursos com “viés de curto prazo”. Principalmente no caso das economias emergentes, os ciclos financeiros, exogenamente determinados, impõem uma dinâmica de *boom and bust*, como argumentam estes autores. O VIX reflete, de certa forma, o comportamento dos agentes, já que seus movimentos podem ser considerados uma *proxy* da dinâmica dos grandes capitais emprestadores e compradores/vendedores de títulos. Por este motivo, esta variável é caracterizada como a mais exógena, uma vez que tem várias fontes que determinam seus movimentos.

A segunda variável mais exógena foi o diferencial de juros. Em primeiro lugar porque ilustra não apenas as operações da política monetária norte-americana, mas também o seu impacto sobre as taxas de juros domésticas. Estes movimentos, como argumentado anteriormente, alteram a incerteza no mercado, podendo ocasionar uma fuga à liquidez de fluxos mais voláteis. Em última instância, o diferencial de juros influencia significativamente os fluxos mais especulativos do balanço de pagamentos do que as políticas internas.

Como os fluxos escolhidos para o estudo são os mais especulativos da conta financeira, nossa hipótese é que sua dinâmica seria controlada por fatores exógenos e não por elementos que podem ser ajustados pela economia doméstica. Por este motivo, os fluxos são colocados em terceiro lugar na ordem causal.

Por último, inclui-se o câmbio. Mesmo que os países em estudo tenham adotado um regime de câmbio flutuante, é conhecido na literatura<sup>55</sup> que o Banco Central destes países intervém no mercado negociando com reservas, caso o câmbio se torne muito volátil, o que configura um caso de flutuação suja. Logo, partindo deste ponto de vista,

---

<sup>55</sup> Veja, por exemplo, o artigo seminal de Calvo e Reinhart (2000) e, para o caso mais específico da América Latina, veja Reinhart (2013).

o câmbio, dentre as variáveis selecionadas para este estudo, seria a variável que mais pode ser controlada pela economia doméstica, sendo, portanto, a mais endógena do modelo.

### 3.3.1.6 Análise da Decomposição da Variância

Compreender as propriedades dos erros de previsão é extremamente útil na detecção de inter-relações entre as variáveis do sistema (ENDERS, 1995). Por exemplo, supondo que é conhecido que os coeficientes  $A_0$  e  $A_1$  representem os valores previstos de  $x_{t+1}$ , que depende do valor observado de  $x_t$ , logo

$$x_t = A_0 + A_1 x_{t-1} + e_t \quad (22)$$

para um período (ou seja,  $x_{t+1} = A_0 + A_1 x_t + e_{t+1}$ ) e tendo a expectativa condicional de uma  $x_{t+1}$ , obtemos

$$E_t x_{t+1} = A_0 + A_1 x_t \quad (23)$$

Dessa forma, o erro previsões é  $x_{t+1} - E_t x_{t+1} = e_{t+1}$ . Da mesma forma, para a atualização de dois períodos, tem-se:

$$\begin{aligned} x_{t+2} &= A_0 + A_1 x_{t+1} + e_{t+2} \\ x_{t+2} &= A_0 + A_1 (A_0 + A_1 x_t + e_{t+1}) + e_{t+2} \end{aligned} \quad (24)$$

Tomando as expectativas condicionais em dois passos à frente da previsão de  $x_{t+2}$ , tem-se:

$$E_t x_{t+2} = (I + A_1)A_0 + A_1^2 x_t \quad (25)$$

Assim, considerando dois passos à frente dos erros de previsão, ou seja, a diferença entre a realização de  $x_{t+2}$  e a previsão será  $e_{t+2} + A_1 e_{t+1}$ . Assim, é possível verificar a previsão de  $n$ -passos à frente

$$E_t x_{t+n} = (I + A_1 + A_1^2 + \dots + A_1^{n-1})A_0 + A_1^n x_t \quad (26)$$

Conforme Enders (1995), o erro de previsão está associado

$$e_{t+n} + A_1 e_{t+n-1} + A_1^2 e_{t+n-2} + \dots + A_1^{n-1} e_{t+1} \quad (27)$$

Conforme a definição de Enders (1995) sobre a decomposição da variância, o erro informa a proporção dos movimentos de choque de uma variável sobre outra, a partir dos choques que recebe dela mesma. Assim, se os choques, por exemplo, de  $\varepsilon_{zt}$  não explicam em nada  $y_t$ , essa variável terá um erro de previsão para todos os horizontes de previsão, considerando-a exógena. Ou seja,  $y_t$  evolui independentemente dos choques  $\varepsilon_{zt}$ .

Por outro lado, os choques de  $\varepsilon_{zt}$  poderiam explicar toda a variância do erro de previsão sobre  $y_t$ , desse modo,  $y_t$  seria considerada inteiramente endógena. Na pesquisa aplicada é típico de uma variável explicar a quase totalidade da sua variância do erro de previsão em horizontes de curto e em menor proporção nos horizontes mais longos (ENDERS, 1995).

### 3.3.1.7 Função Impulso-Resposta

Segundo Enders (1995), o modelo VAR com duas variáveis pode ser ilustrado da seguinte maneira, na forma matricial:

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} \quad (13)$$

Obtém-se a partir da utilização de  $x_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} A_1^i e_{t-1}$ :

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} e_{1t-i} \\ e_{2t-i} \end{bmatrix} \quad (14)$$

Essa equação (15) expressa  $y_t$  e  $z_t$  em termos das sequências  $e_{1t}$  e  $e_{2t}$ . Assim, reescrevendo-a, em termos de  $\varepsilon_{yt}$  e  $\varepsilon_{zt}$ , tem-se:

$$\begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} = \frac{1}{1 - b_{12}b_{21}} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (15)$$

De modo que (13) e (15) podem ser combinadas para formar

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \frac{1}{1 - b_{12}b_{21}} \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y,t-i} \\ \varepsilon_{z,t-i} \end{bmatrix} \quad (16)$$

Simplificando esta notação:

$$\phi_i = \frac{A_1^i}{1 - b_{12}b_{21}} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \quad (17)$$

Assim, reescrevendo (16), temos:

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_{t-i}} \\ \varepsilon_{z_{t-i}} \end{bmatrix} \quad (18)$$

Ou, em outros termos:

$$x_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \phi_i \varepsilon_{t-i} \quad (19)$$

Por intermédio dessa representação é possível analisar a interação entre as sequências  $y_t$  e  $z_t$ . Os coeficientes podem ser usados para gerar os efeitos de choques  $\varepsilon_{z_t}$  e  $\varepsilon_{y_t}$  sobre os caminhos do tempo total das sequências  $y_t$  e  $z_t$ . Segundo Enders (1995), esses quatro elementos são os multiplicadores de impacto. O coeficiente é o impacto de uma mudança instantânea de uma unidade no  $\varepsilon_{z_t}$  sobre  $y_t$ . Dessa mesma forma, os elementos e as respostas são um período de mudanças na unidade  $\varepsilon_{y_{t-1}}$  e  $\varepsilon_{z_{t-1}}$ , respectivamente.

Os efeitos acumulados dos impulsos podem ser obtidos pelo somatório dos coeficientes adequados das funções impulso-resposta. Assim, após  $n$  períodos, a soma acumulada dos efeitos da  $\varepsilon_{z_t}$  na sequência  $y_t$  é:

$$\sum_{i=0}^n \phi_{12}(i) \quad (20)$$

Considerando  $n$  abordagens infinitas, teremos o multiplicador de longo prazo. Desde que as sequências  $y_t$  e  $z_t$  sejam consideradas estacionárias, elas devem ser a causa para todo  $j$  e  $k$ ,

$$\sum_{i=0}^{\infty} \phi_{jk}^2(i) \text{ é finito} \quad (21)$$

Os quatro conjuntos de coeficientes são chamados de funções impulso-resposta e, a partir deles, é possível traçar o impulso-resposta das funções, que é uma forma prática para representar visualmente o comportamento de  $y_t$  e  $z_t$  a partir dos choques.

Quanto à função impulso-resposta, Enders (1995) destaca ainda que as respostas ao impulso são construídas com base nos coeficientes estimados. Assim, caso os coeficientes sejam estimados de maneira imprecisa, a resposta ao impulso conterá erros. A partir disso, afirma-se que a construção de intervalos de confiança em torno da resposta ao impulso permite reduzir a incerteza de parâmetros inerentes ao processo de estimação. A definição desses

intervalos de confiança desejados, segundo Enders (1995), pode ser definida a partir dos critérios de Monte Carlo.

A função de impulso-resposta permite a compreensão de como um choque no termo de erro de determinada variável impacta todas as demais, ou seja, possibilita a visualização de como essa variável é afetada por choques advindos das outras variáveis integrantes do modelo. Vejamos a seguir os resultados obtidos para cada modelo.

Nesta parte pretende-se interpretar os efeitos de um choque em três variáveis: o VIX, o diferencial de juros e o câmbio. Um choque no VIX significa elevação nas operações de venda de ações da SP&E 500<sup>56</sup> e isso expressa crescimento na percepção de instabilidade econômica, posto que, nesta situação, o mercado opera essencialmente como vendedor e, conseqüentemente, ocorre queda no preço das ações. Neste caso, um choque positivo do VIX indica um aumento da incerteza no mercado, sendo que a tendência é que o volume de capitais destinados à compra de títulos de renda fixa e ações diminua. Se o choque for negativo, o efeito é inverso e haverá uma maior entrada de fluxos de capitais. Uma das questões levantadas também pelo estudo é se os fluxos de residentes (que detêm ativos estrangeiros) poderiam contrabalançar os movimentos de saída brusca de recursos dos estrangeiros em momentos de choques.

### 3.3.2 Análise dos Resultados dos modelos

Na decomposição da variância<sup>57</sup>, o índice VIX foi utilizado como *proxy* da aversão ao risco dos investidores que é determinado no mercado financeiro internacional, não sendo influenciada por variáveis domésticas. Este resultado já era esperado, pois se trata de uma variável de comportamento de mercado. Seria, portanto, pouco coerente que fatores internos influenciassem a sua dinâmica. Os resultados do estudo da decomposição da variância se encontram no anexo desse capítulo.

---

<sup>56</sup> S&P 500 trata-se de um índice composto por quinhentos ativos qualificados devido ao seu tamanho de mercado, liquidez e representação de grupo industrial.

<sup>57</sup> Resultados disponíveis no anexo ao final do capítulo.

Quadro 3.1: Resumo dos resultados da decomposição da variância do grupo um

Grupo 1	Vix	DIFE	PICTRF	PICACOES	AICTRF	CAMBIO
Argentina	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma	<p>* Fortemente afetado pelo câmbio</p> <p>* Com o aumento da defasagem a influência do PICTRF passa a ser expressiva</p> <p>* Com o aumento da defasagem isso ocorre também para o VIX</p>	<p>* Sofre influência do DIFE (12% no quinto período)</p>	-	-	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma.
Brasil	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma	<p>* Nos primeiros períodos é explicado por si mesmo</p> <p>* À medida que a defasagem aumenta a influência do VIX ganha forte importância (chega a 35%)</p> <p>* À medida que a defasagem aumenta o câmbio apresenta influência (chegando a 15%)</p>	<p>* Influência significativa do VIX ao longo de todos os períodos (chega a 30,8%)</p> <p>* Afetado pelo DIFE (13% no quarto período)</p> <p>* Afetado pelo PICACOES à medida que a defasagem aumenta</p> <p>Influência significativa do VIX ao longo de todos os períodos e do PICACOES à medida que a defasagem aumenta</p>	<p>* Influência significativa do VIX ao longo de todos os períodos (28% no primeiro período)</p> <p>* Afetado pelo PICTRF</p>	-	<p>* Influência significativa do VIX (41% no primeiro período)</p> <p>* Fluxo de Estrangeiros em ações também contribui, especialmente a partir do quarto período (12,3%)</p>
Colômbia	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma	Influenciado pelo VIX (25% no primeiro período)	<p>Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma, porém sofre influência do VIX, especialmente a partir do quinto período (chega a 6,3%).</p>	-	<p>* Influenciado fortemente por PICTRF ao longo de todos os períodos</p> <p>* Sofre influência do DIFE (8% no décimo período)</p>	<p>* Esta variável sofre influência do VIX</p> <p>* Sofre influência dos pictrf (chega a 17% no sexto)</p> <p>* Pelos aictrf</p>

### 3.3.2.1 Análise da decomposição da variância grupo 1

O diferencial de juros (Dife) é bastante influenciado pelo VIX para todos os países. No Brasil, por exemplo, a dinâmica do diferencial de juros chega a ser explicada em 35% pelo VIX; Argentina, 20% e Colômbia, 26%. Nos casos da Argentina e do Brasil, o diferencial de juros também é influenciado pelo câmbio, porém, somente quando a defasagem aumenta. Apenas para o caso da Colômbia, o câmbio não afeta o diferencial de juros. No caso da dinâmica do modelo de metas de inflação, o diferencial de juros é afetado pelo câmbio. Paralelamente, como veremos adiante, o câmbio para esses países é fortemente afetado pelo VIX, estabelecendo-se as relações acima encontradas.

No caso dos fluxos que mais contribuíram para a volatilidade da conta financeira (PICTRF para os três países; mais PICAções para o Brasil e mais AICTRF para o caso da Colômbia), o Brasil foi o país que apresentou os resultados mais especulativos, seguido da Colômbia. No caso da Argentina, a dinâmica do fluxo mais volátil considerado foi menos especulativa.

De fato, os resultados mostram que o VIX influenciou fortemente os fluxos de investimentos em carteira de estrangeiros em ações (PICAções) e em títulos de renda fixa (PICTRF), no caso do Brasil. Esse último fluxo, ademais, também foi afetado pelo diferencial de juros (Dife). No caso da Colômbia, o VIX influenciou o fluxo de estrangeiros em títulos de renda fixa (PICTRF), mas com um peso muito menor (6%), cabendo comentar que esse fluxo, em conjunto com o diferencial de juros, influenciou a dinâmica dos investimentos em carteira de residentes (ativos) em títulos de renda fixa (AICTRF). Por fim, no caso da Argentina, o PICTRF não foi explicado pelo VIX, ainda que tenha sofrido a influência do diferencial de juros nos últimos níveis de defasagem (13,54%).

Fica claro, no caso do Brasil, como a dinâmica dos fluxos de investimentos em carteira (em ações e títulos de renda fixa) é muito mais especulativa, visto que o componente que mais influencia a variância da sua conta financeira tem sua dinâmica bastante explicada pelas variáveis de mercado, especialmente pelo VIX. No caso do investimento de carteira em ações, a influência dessa variável é mais latente nas primeiras defasagens (28%), enquanto que no caso do investimento de carteira, em títulos de renda fixa, a influência se torna mais forte (30%), à medida que a defasagem aumenta.

Em relação ao câmbio, a dinâmica é essencialmente a mesma da indicada no item anterior, no sentido de que o Brasil e a Colômbia apresentam resultados mais especulativos, enquanto para a Argentina as variáveis do modelo não explicam essencialmente a dinâmica do câmbio para esse país. De fato, os dados nos mostram que, no caso do Brasil, o câmbio é bastante explicado pelo VIX, principalmente nas primeiras defasagens (41,16%), mas também sofre influência do fluxo de investimento em carteira de estrangeiros em ações (PICTRF) nas últimas defasagens (16,92%). No caso da Colômbia, o câmbio também é bastante influenciado pelo VIX, principalmente nas primeiras defasagens (30,13%), mas menos pelo PICTRF (18,62%), nos últimos níveis de defasagem. Por fim, no caso da Argentina, o câmbio é essencialmente explicado por si próprio, mas é influenciado, de maneira superficial, pelo diferencial de juros (7,58%), porém, apenas nas primeiras defasagens.

### 3.3.2.2 Análise das funções impulso resposta

Um choque no VIX provoca uma resposta importante de variação do diferencial de juros para Brasil, Colômbia e Argentina, de mesma direção: aumenta a instabilidade e aumenta o diferencial de juros e isso pode se dar por uma dupla dinâmica. Por um lado, o crescimento da instabilidade. Por outro, nesses mesmos momentos de instabilidade, os impactos sobre as taxas de juros domésticas dos países em análise se deram no sentido do aumento, já explicado na parte referente à decomposição da variância. Essa dupla dinâmica define o aumento do diferencial de juros.

Um choque no VIX provoca uma resposta importante e de mesma direção para o caso do câmbio para o Brasil e a Colômbia, enquanto isso não ocorre para a Argentina. Ou seja, o choque positivo do VIX, indicando uma percepção do aumento da instabilidade, provoca uma resposta de desvalorização do câmbio. Essa é essencialmente especulativa, sinalizando o movimento dos agentes, que vendem a moeda nacional e compram a estrangeira nos momentos de instabilidade. No Brasil, esse movimento é magnificado pela dinâmica do mercado futuro. Já na Argentina, esse movimento imediatamente especulativo não foi observado no período considerado pela análise.

Um choque no VIX provoca um choque inverso nas aplicações de estrangeiros em ações (PICações) e em títulos de renda fixa (PICTRF) no caso do Brasil, sendo que

eles não se dissipam. Em ambos os casos, a resposta é rápida e expressiva. Para o caso da Colômbia, a resposta das aplicações de estrangeiros em títulos de renda fixa ao VIX não é tão expressiva, mas ocorre também de forma inversa. Uma diferença importante é que esse choque se dissipa rapidamente.

Outro resultado encontrado para a Colômbia é o de que o choque do VIX sobre os investimentos em carteira de residentes em títulos de renda fixa (AICTRF) também ocorre em direção contrária. Ou seja, quando aumenta a instabilidade (choque positivo no VIX), ocorre uma diminuição das aplicações de residentes em títulos de renda fixa no exterior, mas também isso se dissipa rapidamente. Poderíamos dizer ainda que está havendo certo “efeito compensatório” temporário: cai a entrada de recursos de estrangeiros em títulos de renda fixa (PICTRF), mas, ao mesmo tempo, se reduz a saída de residentes para aplicar recursos no exterior (AICTRF). Por fim, confirma-se o resultado diverso da Argentina: os fluxos que mais influenciam a volatilidade da conta financeira apresentam baixa resposta ao choque do índice VIX.

Para o Brasil, um choque no diferencial de juros provoca um efeito inverso para as aplicações de estrangeiros em títulos de renda fixa e sobre o câmbio. Nesse sentido, é importante destacar que o alto diferencial de juros existente no país atrai os capitais voláteis nos momentos de expectativas favoráveis. As mudanças conjunturais negativas, de outra parte, geram a venda de dólares ou operações em mercado futuro, provocando desvalorização e afetando a inflação e a taxa de juros doméstica. Nesses momentos, os choques de aumento da taxa de juros vêm junto com um movimento de saída de capitais.

Por esses resultados, considerando o grupo 1, podemos perceber que o Brasil é o país mais influenciado pelas variáveis que apresentam determinância exógena ao país, sendo, portanto, o mais exposto à dinâmica dos mercados globais. Podemos dizer que este comportamento também é observado na Colômbia, porém, de maneira mais sutil. Considerando que o mercado financeiro brasileiro e os fluxos de recursos destinados a este país são muito maiores do que os da Colômbia, este resultado é bastante coerente.

O caso da Argentina se diferencia dos outros dois, uma vez que as variáveis relacionadas aos fluxos financeiros mais voláteis e ao câmbio não sofrem forte influência do índice VIX e do diferencial de juros. Nesse caso, pode-se inferir que esse resultado está provavelmente relacionado ao fato de que durante o período analisado o acesso da Argentina a fluxos financeiros externos foi influenciado pela negociação envolvendo a dívida externa do país. A moratória e os obstáculos no momento de fechar

acordo para o pagamento da dívida com parte dos credores mantiveram a dificuldade de acesso do país a fluxos de investimentos em carteira e mesmo de empréstimos.

Nesse sentido, a dinâmica de ingresso foi relativamente reduzida e, por isso, apresentou uma dinâmica distinta. Provavelmente, a resolução dos conflitos referentes ao pagamento da dívida poderá conduzir a uma volta mais expressiva de recursos e, nesse caso, a dinâmica dos fluxos se aproximará da lógica encontrada para os casos do Brasil e da Colômbia.

A percepção é que estes resultados corroboram a hipótese trabalhada ao longo da tese, referente à perspectiva de que países periféricos que têm mercados financeiros mais bem desenvolvidos e que apresentam importantes diferenciais de juros, tendem a ter sua conta financeira influenciada pelas “humores do mercado”. Nesse sentido, quanto maior o peso desses fluxos, maior a vulnerabilidade dessa situação sobre a dinâmica do balanço de pagamentos.

Figura 3.1: Função impulso resposta da Argentina

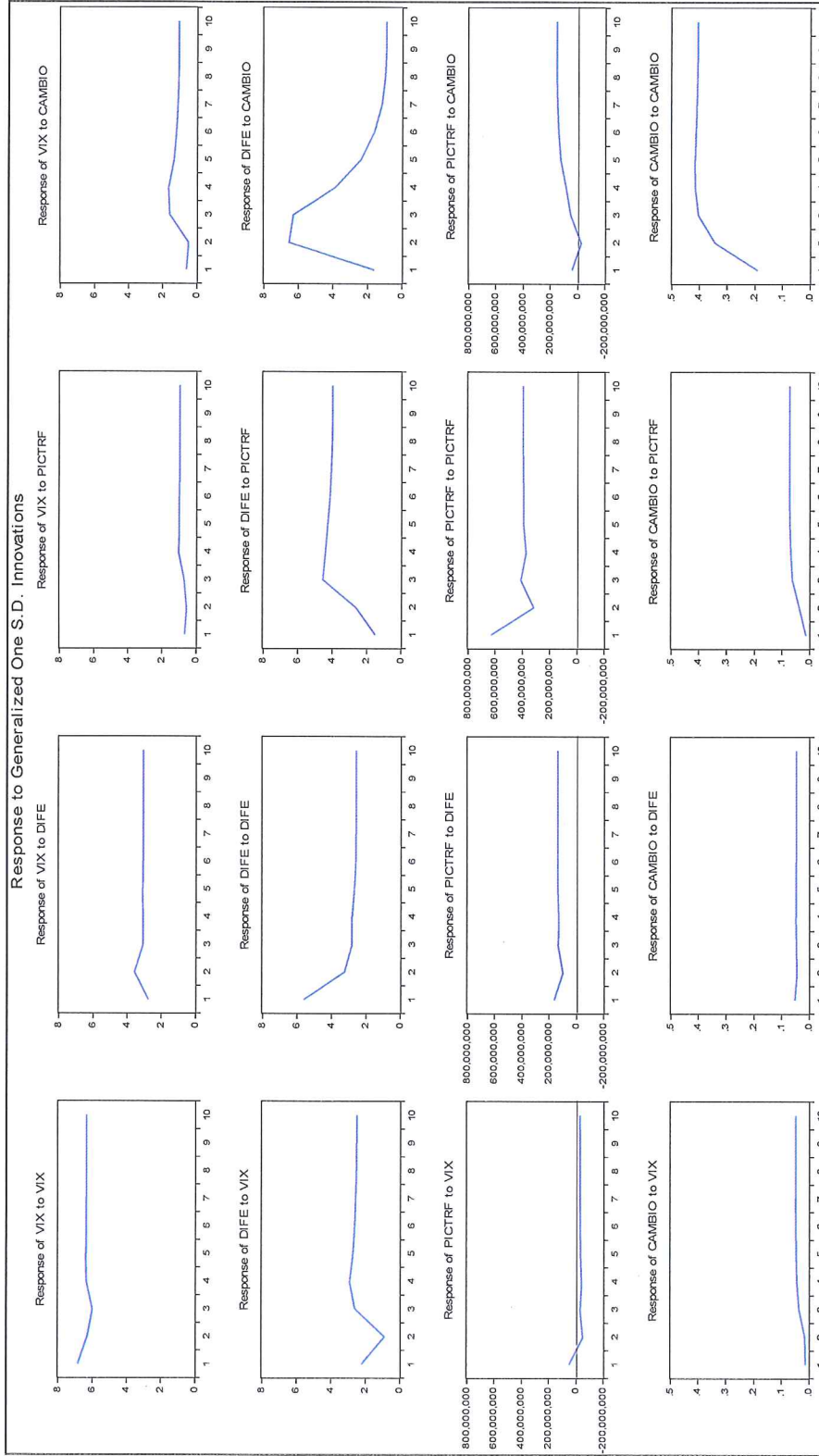


Figura 3.2: Função impulso resposta do Brasil

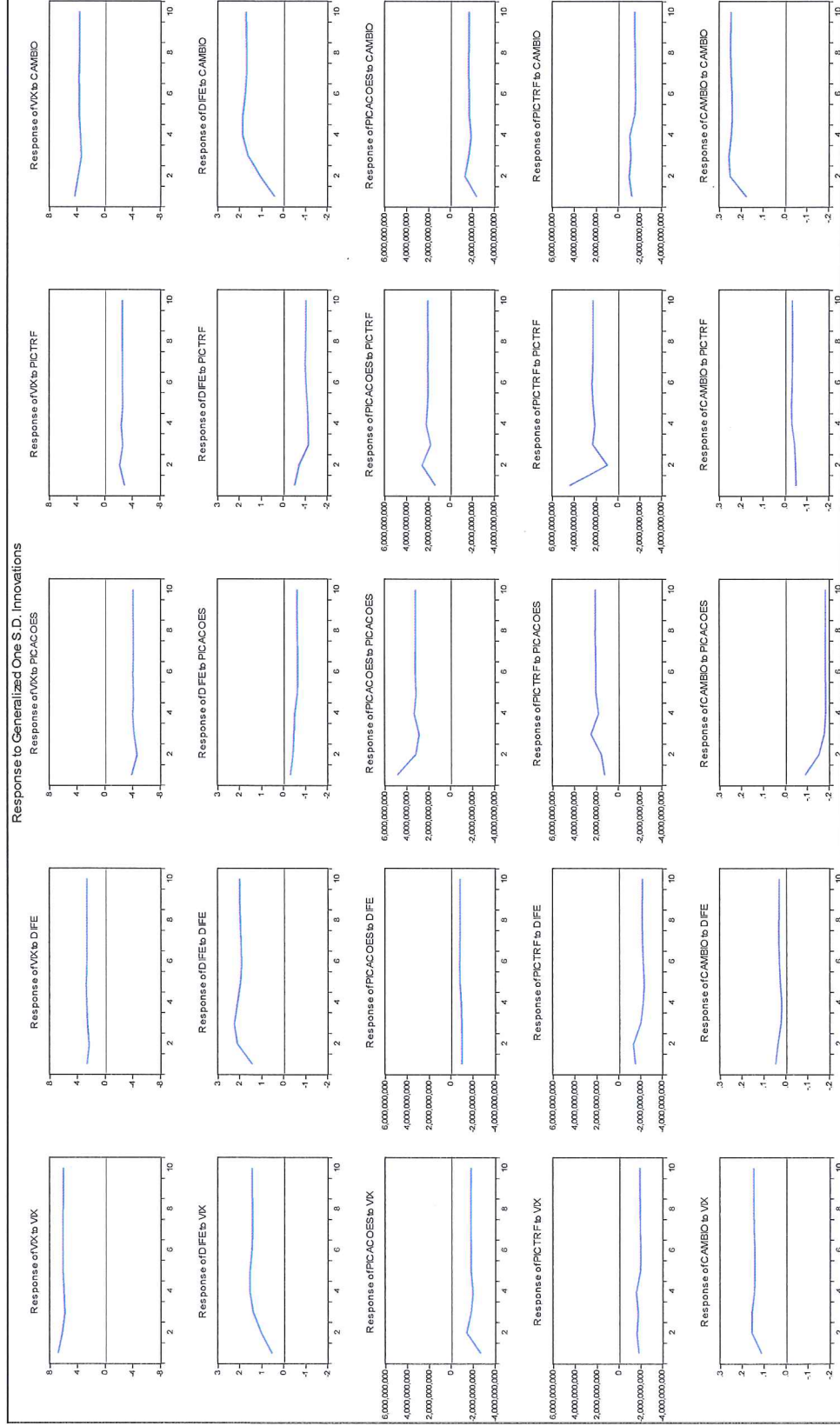
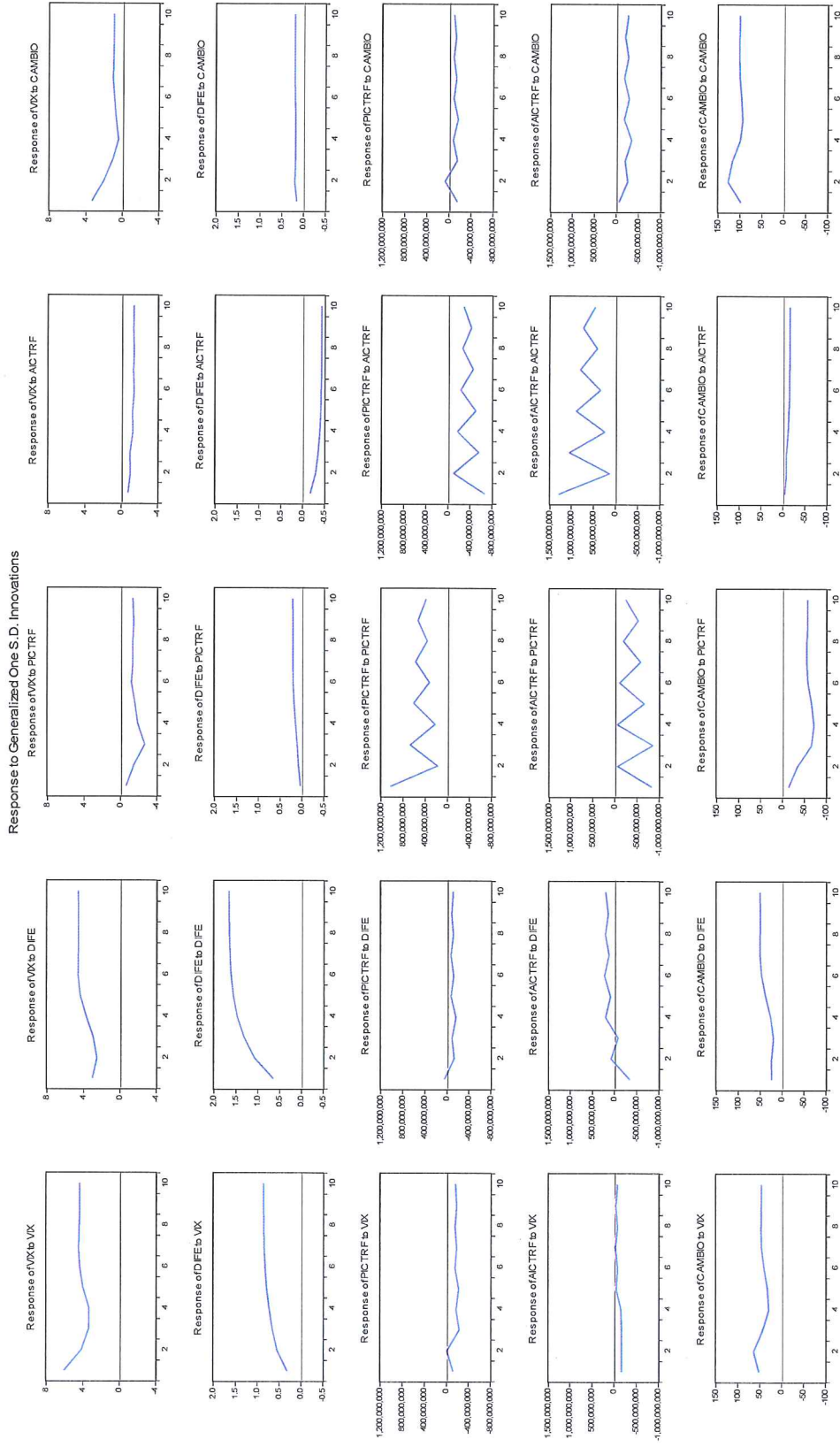


Figura 3.3: Função impulso resposta da Colômbia



Quadro 3.2: Resumo dos resultados da decomposição da variância do grupo dois

Grupo 2	Vix	DIFE	AICTRF	AOIMD	PICTRF	CAMBIO
Chile	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma.	Esta variável apresenta uma dinâmica própria, mas é influenciada pelo VIX ao longo de todos os períodos.	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma, porém sofre influência do dife e vix	sofre grande influencia do AICTRF ao longo de todos os períodos.	-	sofre grande influencia do VIX ao longo de todos os períodos.
Uruguai	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma.	Esta variável apresenta uma dinâmica própria, mas é influenciada pelo câmbio ao longo de todos os períodos.	-	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma.	-	Influência do VIX e dife ao longo de todos os períodos. O vix tem uma influência maior nos primeiros períodos e o dife nos últimos períodos.
Venezuela	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma.	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma.	-	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma, porém sofre influência do vix ao longo de todos os períodos.	-	Esta variável tem dinâmica própria, sendo mais influenciada por ela mesma.

### 3.3.2.3 Análise da decomposição da variância

A variância do Dife apresenta comportamentos diferentes para cada um dos países analisados: é afetada pelo VIX, no caso do Chile (14% no primeiro período); no Uruguai, pelo câmbio (chegando a 23%) e, na Venezuela, é explicada por si própria. Nesse caso, o Chile seria o país para o qual impactos conjunturais estariam afetando o Dife.

Conforme já comentamos, no caso dos três países do grupo 2, os componentes do balanço de pagamento utilizados para análise são controlados por residentes (ativos). No caso do Uruguai e Venezuela, o fluxo de moeda e depósitos de residentes (AOIMD) é o único utilizado. No caso do Chile, além do AOIMD, é utilizado também o investimento em carteira em título de renda fixa de residentes (AICTRF). A partir daí, o que se verificou foi que, no caso dos fluxos que mais contribuíram para a volatilidade da conta financeira, o Chile foi aquele cujos fluxos apresentaram maior dinâmica especulativa, sendo influenciados pelo VIX, seguido pelo caso da Venezuela, em que os fluxos considerados na análise também foram influenciados por esse indicador conjuntural. Para o Uruguai, a análise da decomposição da variância mostrou que os fluxos foram essencialmente influenciados por si próprios.

De fato, no caso do Chile, o movimento de residentes (ativos) em moedas e depósitos (AOIMD) é fortemente afetado pelo VIX (19,6% no terceiro período), pelo DIFE (12% no oitavo período) e também pelo fluxo de residentes em títulos de renda fixa (AICTRF). Outro resultado para o Chile é o de que os fluxos de residentes (ativos) em aplicações em títulos de renda fixa no exterior (AICTRF) sofre influência menor do VIX (9% no segundo período), mas também sofre influência do diferencial de juros (9%). No caso da Venezuela também vemos os fluxos de residentes de moedas e depósitos (AOIMD) sendo afetados pela variável conjuntural externa VIX, indicando o mesmo caráter especulativo.

Quanto à decomposição da variância do câmbio, confirma-se a perspectiva de que o Chile é o país que apresenta respostas mais especulativas, sendo que para esse país a variância do câmbio é influenciada pelo VIX (34% no primeiro período). O câmbio do Uruguai também é influenciado pelo VIX (22% no primeiro período), mas, no caso da Venezuela, o câmbio é essencialmente explicado por si próprio.

No grupo 2, o Chile é o país que apresentou a dinâmica mais especulativa, considerando-se as relações entre fluxos mais voláteis, juros, câmbio e VIX. No caso da

Venezuela, os fluxos voláteis foram afetados por elementos de curto prazo, o que é um resultado importante para a análise que estamos trabalhando, pois lembremo-nos que os fluxos aqui considerados como os que mais influenciam a volatilidade da conta financeira são ligados a residentes (ativos). Os fluxos de residentes do Uruguai não estariam sofrendo com essa dinâmica de curto prazo, mas o câmbio, sim.

Dessa forma, um comentário importante a fazer é que não apenas os fluxos ligados aos estrangeiros são afetados pelas variáveis internacionais. Isto também pode acontecer com os fluxos ligados a residentes, conforme foi confirmado para os casos do Chile e da Venezuela. Este resultado é importante, pois destaca não apenas a importância de um estudo mais aprofundado da dinâmica dos fluxos financeiros, como também mostra que os fluxos de residentes podem ter um comportamento especulativo.

#### **3.3.2.4 Análise das funções impulso resposta**

Para o caso da dinâmica do câmbio, um choque no VIX causa uma resposta de mesma direção para os casos do Chile e do Uruguai. Nesse sentido, nos momentos de piora da percepção conjuntural (choque positivo no VIX), a resposta é a de um aumento da relação cambial, indicando o movimento de desvalorização, e esse efeito não se dissipa. É basicamente o mesmo efeito que encontramos no Grupo 1, para os casos do Brasil e da Colômbia. Já para a Venezuela, esse efeito não se verifica.

Analisando os fluxos de moedas e depósitos de residentes (AOIMD), vemos que, pela função impulso-resposta, nos casos do Chile e da Venezuela, o impacto inicial do VIX sobre os fluxos se dá na mesma direção: quando aumenta a instabilidade, aumentam os fluxos de moedas e depósitos de residentes, indicando uma saída de recursos para o exterior. Um comentário importante é o de que, para o Chile, os fluxos de residentes em aplicações de títulos de renda fixa no exterior apresentam a mesma dinâmica de fluxos especulativos. Para os fluxos de moedas e depósitos de residentes, o efeito se dissipa rapidamente no Chile, mas isso não ocorre para os fluxos de moedas e depósitos de residentes. Assim, neste caso, vemos que os residentes não atuam “de forma compensatória” nos momentos de instabilidade. Paralelamente, no caso da Venezuela, ainda que se observe inicialmente a saída especulativa de recursos quando ocorre um choque provocado pelo VIX, observa-se, em seguida, um movimento de reversão do impacto.

O Chile é o único país para o qual ocorre uma resposta mais efetiva do choque do VIX sobre os juros. Ademais, ambos os fluxos considerados (AOIMD e AICTRF) sofrem impactos de aumento a partir de um choque no Dife. Aliás, é importante comentar que este choque se mantém por vários períodos, mostrando o efeito da instabilidade sobre essa dinâmica.

Figura 3.4: Função impulso resposta Chile

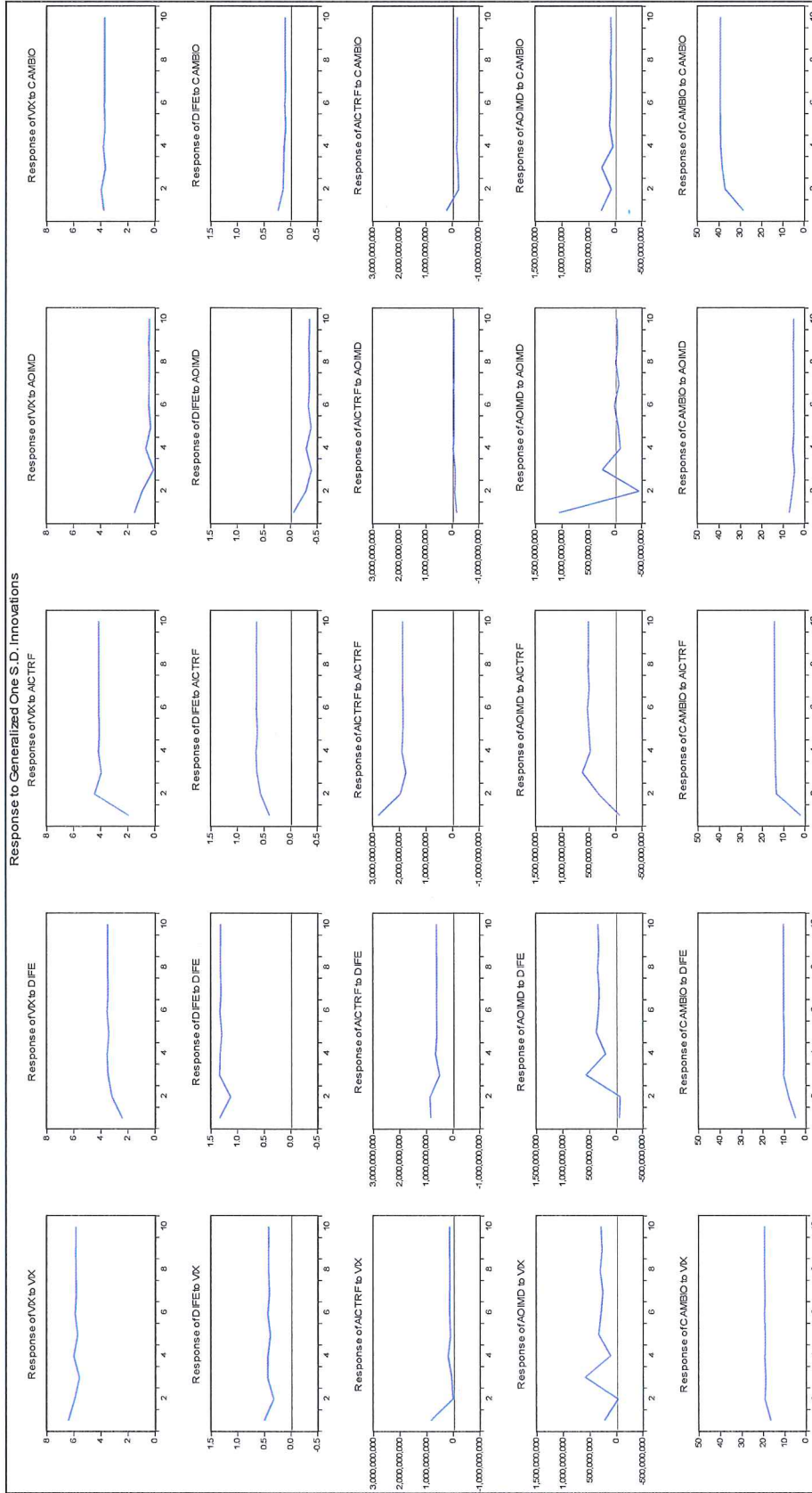


Figura 3.5: Função impulso resposta Uruguai

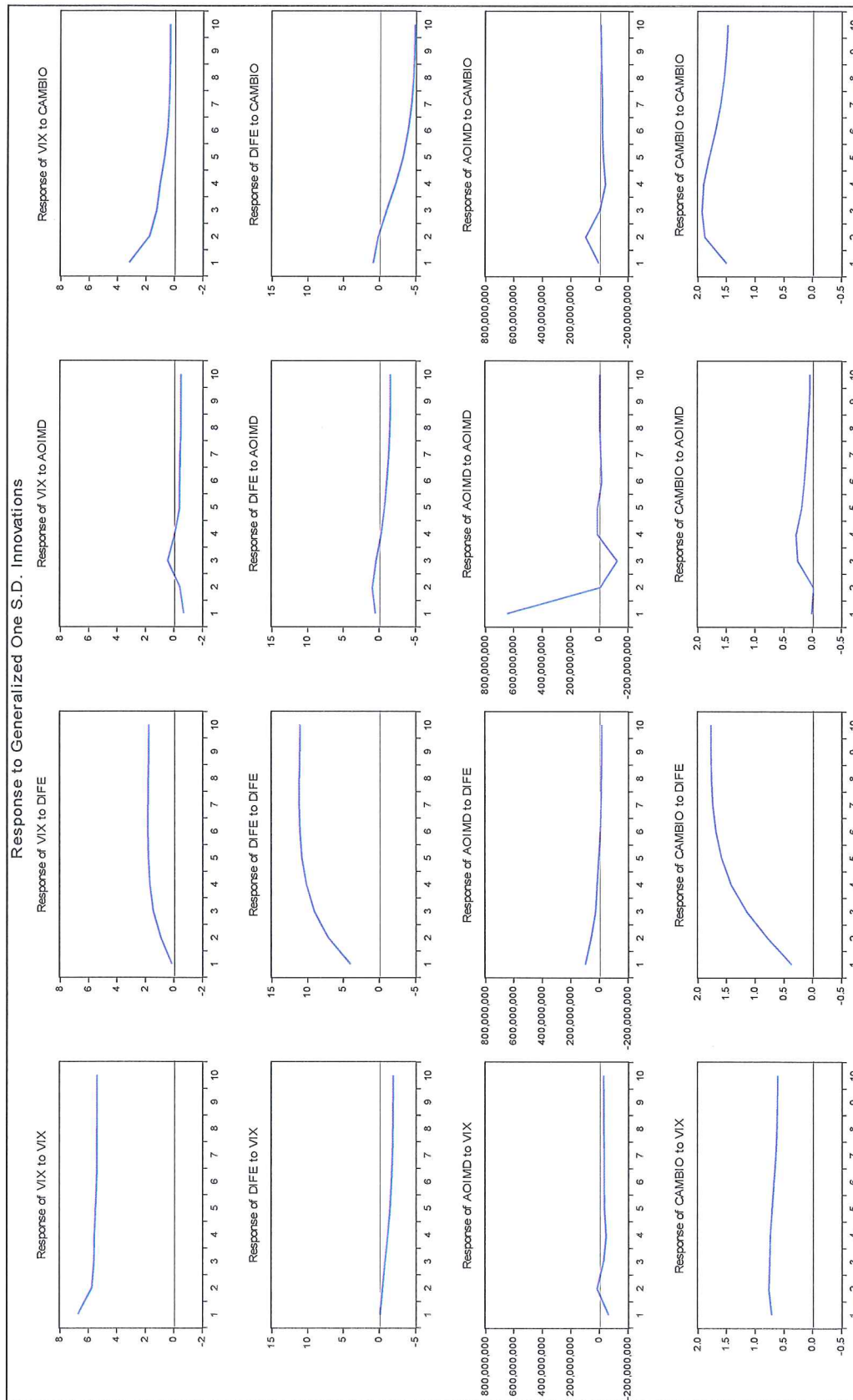
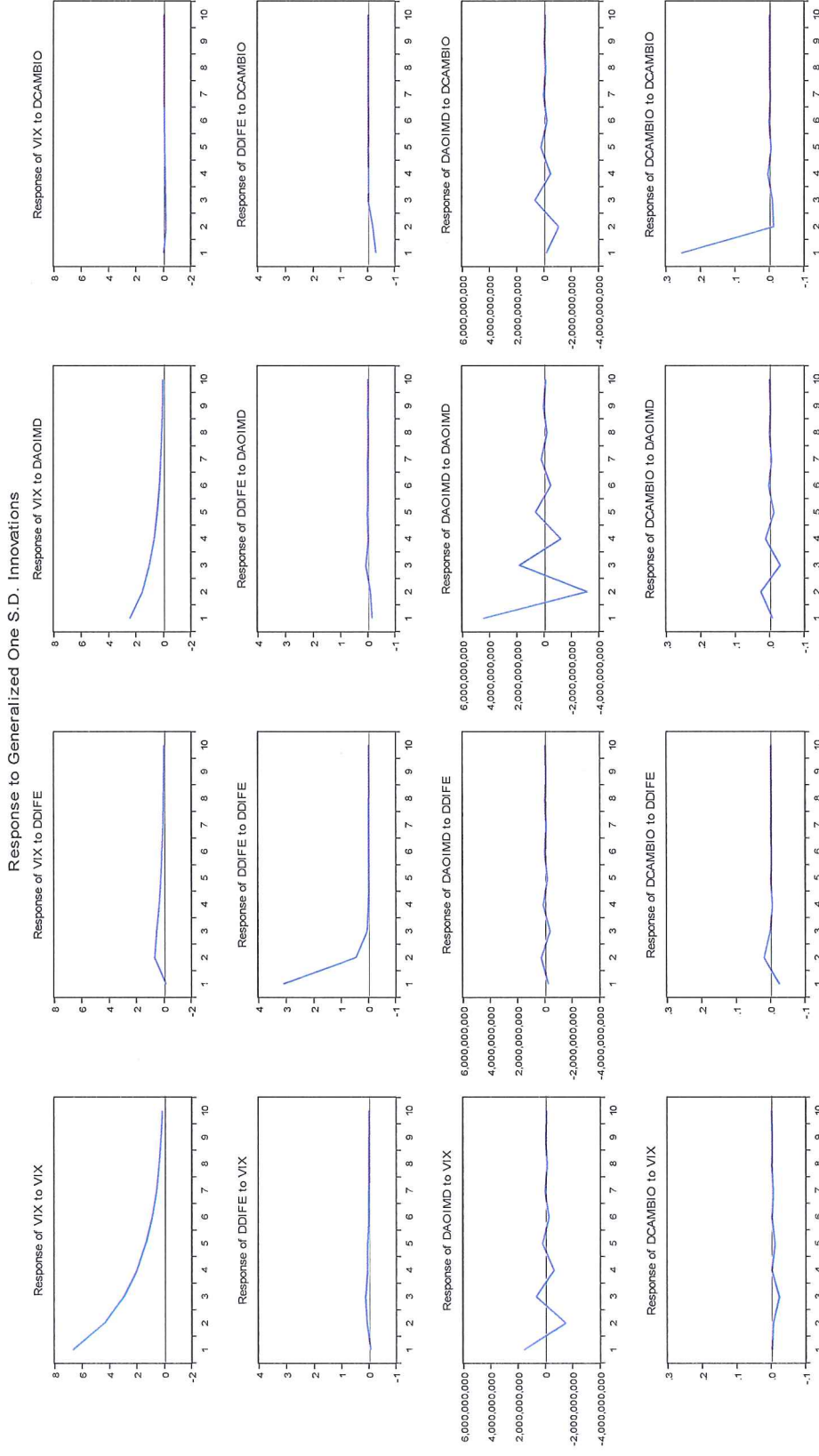


Figura 3.6: Função impulso resposta Venezuela



### 3.4 Conclusão

O intuito desse capítulo foi o de produzir elementos que vão ao encontro da hipótese de que os países periféricos, que não têm moeda forte e apresentam grande abertura financeira, são muito afetados por fatores determinados pela dinâmica especulativa dos mercados financeiros globais. O objetivo é avançar na compreensão dos determinantes da vulnerabilidade financeira nos países da América do Sul.

Para desenvolver esta questão, o capítulo se inicia com a análise da dinâmica da liquidez internacional, considerando a periodicidade já indicada no capítulo anterior. Conclui-se que ao longo dos anos 2000 houve um acelerado crescimento do volume de recursos destinados à grande parte dos países periféricos e o aumento da participação de fluxos “com viés de curto prazo”, ou seja, de natureza mais especulativa.

A principal inferência é que estes fluxos seriam marcadamente influenciados por mudanças de trajetória da taxa de juros norte-americana e por movimentos conjunturais dos mercados financeiros globais, fatores que estão fora do controle das autoridades nacionais. Logo, a perspectiva construída ao longo desta tese se alinha ao argumento que o crescimento da integração dos mercados tornam as consequências da reversão dos fluxos de capitais cada vez mais nefastas.

Além desta descrição inicial, foi realizado neste capítulo um estudo através do uso de modelos de vetores autorregressivos, da dinâmica estabelecida entre os fluxos de capitais voláteis, que apresentam o que chamamos de “viés de curto prazo”, e os seus condicionantes externos, muito afetados por fatores conjunturais, fora do controle do país. Dentre os principais resultados destaca-se que os fluxos que mais influenciaram a volatilidade das contas financeiras do Brasil, da Colômbia, do Chile e da Venezuela foram impactados pelo VIX de forma importante. Assim, para quatro dos seis países em observação, os fluxos voláteis analisados foram impactados por fatores ligados à dinâmica da liquidez internacional e à mudança de percepção de risco mais geral dos mercados.

Os fluxos voláteis do Uruguai e da Argentina não foram impactados pelo VIX. Mesmo assim, no caso da Argentina, o resultado se justifica pela relativamente baixa captação de recursos no período considerado, possivelmente por que o país apresenta problemas com a negociação de sua dívida externa nos referidos anos. Dessa forma, o resultado geral é importante e vai ao encontro da hipótese da tese de que a dinâmica dos fluxos “com viés de curto prazo” é extremamente volátil, afeta a dinâmica da conta

financeira e está fortemente influenciada por fatores fora do alcance do país, definidos pela dinâmica da liquidez financeira internacional. Note-se, nesse contexto, que a dinâmica do índice VIX não reflete, de fato, acontecimentos internos a cada um dos países periféricos, sendo que seu movimento é ditado essencialmente pela dinâmica mais geral dos mercados.

Destaca-se, também, que tanto para o caso dos países em que os fluxos de recursos de estrangeiros (passivos) foram mais importantes para a volatilidade da conta financeira, quanto no caso dos países em que os fluxos de recursos de residentes (ativos) foram os mais importantes, os resultados da dinâmica desses fluxos foram semelhantes. Tanto as aplicações de estrangeiros em ações e também em títulos de renda fixa (PICações e PICTRF), quanto os de residentes em moedas e depósitos e em títulos de renda fixa (AOIMD e AICTRF), analisados para os diferentes países, atuaram de forma especulativa, sendo influenciados por variáveis conjunturais, fora do alcance do país.

Ademais, outro resultado a ser destacado refere-se ao fato de que os fluxos de recursos de residentes analisados impactados pelo VIX o fizeram na mesma direção, em um notadamente movimento especulativo. Nos momentos de instabilidade, estes recursos efetuaram um movimento de saída do país, quer seja pela via de moedas e depósitos, quer seja via compra de títulos de renda fixa no exterior.

Nesses termos, o que se observa é que esses fluxos de residentes não tiveram um “efeito compensatório”, como sugere uma parte da literatura anteriormente analisada. Ao contrário, eles reforçaram a saída especulativa de recursos nos momentos de instabilidade. Este resultado corrobora as discussões do capítulo anterior, que destacou a importância de efetuar uma análise conjunta entre a dinâmica de estoques e de fluxos. De fato, foi visto que países que apresentam marcantes aumentos de estoques de ativos podem ter aumentado esses estoques nos momentos de instabilidade, provocando saídas de recursos para o exterior nessa situação e uma piora das condições de reservas do país. Foi o caso, por exemplo, do Chile e da Venezuela.

Ademais, um choque no VIX apresentou o mesmo impacto no câmbio no Brasil, Colômbia, Chile e Uruguai. Os únicos países para os quais o câmbio não foi impactado por variáveis conjunturais foram a Argentina e a Venezuela. Esta perspectiva é importante por mostrar o efeito da instabilidade sobre a compra e venda de moeda externa, mesmo em situação de uma dinâmica confortável da balança comercial, por exemplo.

Para o Brasil, em especial, a análise é importante. Note-se que, neste caso, a perspectiva é a de que a dinâmica do câmbio à vista é fortemente influenciada pelo mercado futuro, que se move rapidamente em resposta a mudanças conjunturais. Em momentos de modificações de cenários, os agentes que atuam nesse mercado (dentre eles, os bancos) podem sair rapidamente de posições “de compra” para posições “de venda”. Esse rápido movimento é capaz de influenciar as decisões relativas às compras e vendas à vista, afetando o câmbio<sup>58</sup>, sendo que essa dinâmica foi detectada para o caso brasileiro<sup>59</sup>.

Em parte, esse comportamento se deve à assimetria existente entre os agentes que podem operar no mercado à vista (mercado primário e interbancário), vis-à-vis aos que podem operar no mercado de derivativos (mercado futuro de dólares). No primeiro caso há restrições, uma vez que apenas instituições autorizadas podem operar. No caso do mercado futuro de câmbio, qualquer agente pode se cadastrar no sistema e passar a operar, formando posições abertas em dólar futuro. Isso atrai grande gama de agentes, que podem atuar especulativamente, dentre eles, os investidores estrangeiros. Portanto, a liquidez é mais acentuada no mercado futuro, com movimentos de mercado mais rápidos. Nesse contexto, a indicação é a de que a taxa de câmbio se forma no mercado futuro, sendo transmitida para o mercado à vista. Ademais, outro destaque importante, a partir daí, é o de que o movimento da taxa de câmbio não está necessariamente ligado ao fluxo de câmbio.

Considerando então essa análise, esses argumentos explicam resultados empíricos de que a volatilidade cambial das economias que têm moedas inconvertíveis é mais elevada do que a das economias avançadas. Para o caso dos países periféricos, esta volatilidade tem a ver com os ciclos de liquidez e que a variação do câmbio está também ligada a elementos especulativos e expectativas<sup>60</sup>.

---

<sup>58</sup> Note-se que o preço do dólar futuro não é o preço esperado do dólar no futuro, “isso porque o dólar futuro é dado por uma relação de arbitragem que envolve variáveis conhecidas no presente, enquanto a previsão da cotação do dólar no futuro é dada pelas expectativas dos agentes. Nesse sentido, os contratos futuros não são bons previsores dos preços no futuro. No caso brasileiro, o dólar futuro está sistematicamente acima do dólar à vista, devido ao diferencial entre os juros brasileiros e externos” (ROSSI, 2016, p. 123).

<sup>59</sup> A indicação é a de que o mercado futuro está ligado ao mercado à vista por relações de arbitragem, sendo que as expectativas afetam e expressam as condições de arbitragem. Outro elemento importante é a compreensão de que os bancos são arbitradores e a sua estratégia quanto à formação de posição de câmbio é um fator importante para a formação da taxa de câmbio. Para essa discussão, veja Rossi (2016) e Ventura e Garcia (2009).

<sup>60</sup> Ver Farhi (2007).

No que concerne ao diferencial de juros, este foi impactado pela variação conjuntural, exceto para os casos do Uruguai e Venezuela. Nesse caso, especialmente considerando os países que se utilizam diretamente do sistema de metas de inflação (Brasil, Colômbia, Chile), os impactos se dariam pela via do *pass through* do câmbio. Na verdade, uma discussão importante é a de que o impacto da volatilidade do câmbio sobre os preços internos tende a ser também mais acentuado para o caso de economias emergentes (CHOUDHRI & HAKURA, 2001). A esse respeito, e seguindo a abordagem que estamos considerando ao longo da tese, Farhi (2007) observa que a maneira pela qual a taxa de câmbio influencia os preços está ligada à baixa qualidade das moedas nacionais, que passam a não funcionar como instrumento de reserva.

Um dos fatores importantes na relação entre a dinâmica do câmbio e os juros é a de que para os países que adotam o regime de metas de inflação os juros são ajustados para controlar os choques de preços. No caso em questão, choques no câmbio provocam choques nos preços e isto leva ao mecanismo de ajuste nos juros<sup>61</sup>. Note-se, no entanto, que, mesmo para países que não adotam explicitamente o regime de metas, também pode ocorrer a dinâmica em que a instabilidade provoca reajuste de preços e, a partir daí, pode haver ajustes para cima dos juros.

Nesse sentido, nos momentos de instabilidade conjuntural ocorrem movimentos importantes de desvalorização do câmbio e alta dos juros, ao mesmo tempo em que se observa o movimento de saída de capitais para os fluxos voláteis e especulativos da conta financeira desses países periféricos.

Uma última consideração ainda acerca dos resultados do presente capítulo refere-se à diferença na dinâmica entre as variáveis para os diferentes países. De fato, os resultados indicam que o Brasil é o que apresenta o viés mais especulativo de todos, seguido pelo Chile.

Este comportamento também é observado nos outros países, porém, de maneira mais sutil. Considerando que o mercado financeiro brasileiro e os fluxos de recursos destinados a este país são muito maiores do que os dos outros países em estudo, este resultado é bastante coerente. Além disso, ele corrobora com a nossa intuição inicial de

---

<sup>61</sup> Um banco central que segue a aplicação estrita do regime de metas tentará atingi-la como sua função principal. De outro lado, existem também os regimes de metas em que o Banco Central também tem a função de promover o crescimento. Parte dos estudos empíricos sobre o regime de metas destaca essa distinção e mostra que quanto mais estrita for a gestão da política monetária mais instável será a taxa de juros (FARHI, 2007).

que países que têm um mercado financeiro mais bem desenvolvido tendem a ter sua conta financeira mais influenciada por elementos especulativos e pela via dos fluxos de estrangeiros<sup>62</sup>.

Paralelamente, vimos também que o Chile apresentou forte resposta das variáveis a choques de mudanças de conjuntura e para nós esse resultado tem a ver com a atuação dos fundos de pensão do país, que buscam ganhos especulativos nos momentos de instabilidade, impactando na dinâmica dos fluxos, dos juros e do câmbio. Isto ocorre para esse país, mesmo considerando o menor avanço do mercado financeiro local, sendo que a dinâmica dessa instabilidade é ditada fortemente por residentes. A Venezuela também apresenta esse viés especulativo que, no entanto, não se estende para a determinação do câmbio (fortemente determinado pela “conta petróleo”). Em seguida, temos o Uruguai, cujos fluxos não são impactados pelas variáveis conjunturais VIX e Dife. Por fim, temos ainda o caso da Argentina que, para nós, conforme comentado acima, deve ser qualificado por sua restrição de acesso aos mercados financeiros no período pós 2001.

Assim, como podemos perceber ao longo deste capítulo, os condicionantes da vulnerabilidade dos fluxos financeiros em países emergentes não são apenas ligados às economias domésticas. Pelo contrário, os fluxos que mais influenciam a volatilidade da conta capital são bastante influenciados por condicionantes externos, como mostramos no nosso estudo. Neste sentido, é necessário pensar em alternativas para o combate deste tipo de vulnerabilidade.

O controle de capitais é uma das alternativas viáveis para controlar a grande entrada de fluxos nos países, sendo, portanto, um aspecto válido no controle da fragilidade financeira. Entretanto, a interpretação dos defensores dos controles de capitais é distinta daquela levantada por Keynes e pelos autores pós-keynesianos, perspectiva adotada ao longo desta tese. Além do mais, a consideração que fazemos é a de que os controles de capitais têm sido usados por vários países, mas não se têm também observado uma efetiva redução da vulnerabilidade externa.

Outra possibilidade vem sendo discutida na América do Sul ao longo dos anos 2000. Surge, a partir desta década, o chamado “novo regionalismo”, que retoma a importância do papel do Estado no avanço do desenvolvimento das nações periféricas e indica também a importância das ações de cooperação financeira regional num novo

---

<sup>62</sup> Ainda que possa sê-lo também pelo fluxo de residentes. No Brasil, no período pós 2009, o fluxo de residentes comprando títulos no exterior tem se acentuado.

marco, que incorpora o avanço social dos países envolvidos. Este novo modelo de integração financeira será analisado no próximo capítulo, no qual será analisado em que medida estas novas propostas seriam eficientes no combate da vulnerabilidade própria de países que têm moeda fraca. Essas questões serão tratadas no próximo capítulo, considerando as discussões que desenvolvemos até aqui.

## Anexo

Tabela 3.4: Descrição dos dados

Série	Descrição	Fonte
VIX	Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index	Federal Reserve Economic Data
FFR	Federal funds rate, Percent per Annum	IFS IMF
IC todos os países menos o Chile	Portfolio Investment (BPM5 excludes financial derivatives), Net	IFS IMF
IC Chile	Inversión de cartera, Cuenta financiera de la balanza de pagos, flujos netos (millones de dólares)	Banco Central do Chile
Taxa de juros Argentina	Deposit rate, Percent per Annum	IFS IMF
Câmbio Argentina	Official rate, period average, National Currency per US Dollar	IFS IMF
Taxa de juros Brasil	Taxa de juros - Selic acumulada no mês anualizada base 252 - % a.a.	Banco Central do Brasil
Câmbio Brasil	Market rate, period average, National Currency per US Dollar	IFS IMF
Taxa de juros Chile	Deposit rate, Percent per Annum	IFS IMF
Câmbio Chile	Principal rate, period average, National Currency per US Dollar	IFS IMF
Taxa de juros Colombia	Deposit rate, Percent per Annum	IFS IMF
Câmbio Colombia	Official rate, period average, National currency per US Dollar	IFS IMF
Taxa de juros Uruguai	Time deposit rate, Percent per Annum	IFS IMF
Taxa de Câmbio Uruguai	Market rate, period average, National Currency per US Dollar	IFS IMF
Taxa de juros Venezuela	Deposit rate, Percent per Annum	IFS IMF
Câmbio Venezuela	Official rate, period average, National currency per US Dollar	IFS IMF

Tabela 3.5: Testes de raiz unitária Argentina

Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	3	sim	sim	-2.134.574	-4.144.584	0.5149	I(1)
Dcambio	4	Não	Não	-1.992.614	-2.612.033	0.0453	I(0)
<b>Juros</b>	6	Não	Não	-1.276.916	-2.613.010	0.1832	I(1)
Djuros	3	Não	Não	-4.296.952	-2.611.094	0.0001	I(0)
<b>ffr</b>	3	Sim	Não	-3.261.099	-3.562.669	0.0220	I(0)
dffr	0	Não	Não	-2.608.490	-3.210.890	0.0018	I(0)
<b>ic</b>	6	Sim	Sim	-2.496.438	-4.156.734	0.3285	I(1)
dic	5	Não	Não	-6.782.372	-2.613.010	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-3.089.723	-3.555.023	0.0332	I(0)
Dvix	0	Não	Não	-7.966.742	-2.608.490	0.0000	I(0)

Teste Phillips-Perron						
Discriminação	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	Não	Não	1.929.484	-2.607.686	0.9862	I(1)
Dcambio	Não	Não	-2.793.661	-2.608.490	0.0061	I(0)
<b>Juros</b>	Não	Não	-2.114.082	-2.607.686	0.0343	I(0)
Djuros	Não	Não	-7.890.122	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Ffr</b>	Sim	Não	-1.786.072	-3.555.023	0.3835	I(1)
Dffr	Sim	Não	-3.537.514	-3.557.472	0.0106	I(0)
<b>pic trf</b>	Não	Não	-6.789.951	-2.607.686	0.0000	I(0)
dpic trf	Não	Não	-43,82489	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Dife</b>	não	Não	-2.077.800	-2.607.686	0.0372	I(0)
Ddife	naõ	Não	-7.753.555	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	Sim	Não	-3.080.785	-3.555.023	0.0339	I(0)
Dvix	Não	Não	-9.575.607	-2.608.490	0.0000	I(0)

DF-GLS Test							
Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	5	Sim	Sim	-2.234.111	-3.770.000	0.0306	I(0)
Dcambio	5	sim	Não	-2.730.846	-2.612.033	0.0090	I(0)
<b>Juros</b>	5	sim	Não	-2.657.771	-2.612.033	0.0109	I(0)
Djuros	3	Sim	Não	-4.300.436	-2.611.094	0.0001	I(0)
<b>ffr</b>	1	Sim	Não	-1.670.017	-2.608.490	0.1009	I(1)
dffr	0	Sim	Não	-2.532.358	-2.608.490	0.0143	I(0)
<b>ic</b>	6	Sim	Não	-0.568192	-2.607.686	0.5729	I(1)
dic	7	Sim	Não	-0.199960	-2.615.093	0.8426	I(1)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-3.108.962	-2.607.686	0.0030	I(0)
Dvix	0	Sim	não	-7.812.013	-2.608.490	0.0000	I(0)

Tabela 3.6: Testes de raiz unitária Brasil

Teste Dickey Fuller Aumentado							
Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	2	sim	sim	-2.448.296	-4.140.858	0.3516	I(1)
Dcambio	1	Não	Não	-6.434.026	-2.609.324	0.0000	I(0)
<b>Selic</b>	1	Sim	Sim	-3.796.512	-4.137.279	0.0243	I(0)
Dselic	0	Não	Não	-4.818.068	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Ffr</b>	3	Sim	Não	-3.261.099	-3.562.669	0.0220	I(0)
Dffr	0	Não	Não	-2.608.490	-3.210.890	0.0018	I(0)
<b>PIC TRF</b>	0	sim	não	-5.579.950	-3.555.023	0.0000	I(0)
DPIC TRF	0	não	não	-11,17273	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>PIC ações</b>	0	não	não	-4.110.038	-2.607.686	0.0001	I(0)
DPIC ações	0	não	não	-10,08913	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Dife</b>	1	sim	sim	-3.281.286	-4.137.279	0.0803	I(0)
ddife	0	não	não	-4.489.510	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-3.089.723	-3.555.023	0.0332	I(0)
Dvix	0	Não	Não	-7.966.742	-2.608.490	0.0000	I(0)

Teste Phillips-Perron						
Discriminação	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	Não	Não	-0.066282	-2.607.686	0.6563	I(1)
Dcambio	Não	Não	-4.544.260	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Selic</b>	Não	Não	-1.101.298	-2.607.686	0.2424	I(1)
Dselic	Não	Não	-4.394.705	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>ffr</b>	Sim	Não	-1.786.072	-3.555.023	0.3835	I(1)
dffr	Sim	Não	-3.537.514	-3.557.472	0.0106	I(0)
<b>PIC TRF</b>	sim	sim	-6.489.718	-4.133.838	0.0000	I(0)
DPIC TRF	não	não	-23,24481	-2.608.490	0.0001	I(0)
<b>PIC ações</b>	não	não	-4.052.821	-2.607.686	0.0001	I(0)
DPIC ações	não	não	-25,29549	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>dife</b>	não	não	-0.814296	-2.607.686	0.3587	I(1)
ddife	não	não	-4.115.401	-2.608.490	0.0001	I(0)
<b>vix</b>	Sim	Não	-3.080.785	-3.555.023	0.0339	I(0)
Dvix	Não	Não	-9.575.607	-2.608.490	0.0000	I(0)

Teste DF-GLS							
Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	Ordem
<b>Cambio</b>	2	sim	sim	-1.532.461	-3.758.600	0.1317	I(1)
Dcambio	1	sim	não	-6.422.630	-2.609.324	0.0000	I(0)
<b>Selic</b>	1	Sim	Sim	-3.719.722	-3.754.800	0.0005	I(0)
Dselic	0	Sim	Não	-4.831.438	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>ffr</b>	1	Sim	Não	-1.670.017	-2.608.490	0.1009	I(1)
dffr	0	Sim	Não	-2.532.358	-2.608.490	0.0143	I(0)
<b>PIC TRF</b>	0	sim	sim	-5.927.911	-3.751.000	0.0000	I(0)
DPIC TRF	0	sim	não	-8.084.839	-2.608.490	0.0001	I(0)
<b>PIC ações</b>	0	sim	não	-4.746.267	-2.607.686	0.0000	I(0)
DPIC ações	0	sim	não	-10,00077	-2.608.490	0.0001	I(0)
<b>dife</b>	1	sim	não	-2.471.856	-2.608.490	0.0168	I(0)
ddife	0	sim	não	-4.289.666	-2.608.490	0.0001	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-8.058.191	-2.608.490	0.0000	I(0)
Dvix	0	Sim	não	-7.812.013	-2.608.490	0.0000	I(0)

Tabela 3.7: Testes de raiz unitária Chile

Teste Dickey Fuller Aumentado							
Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	Ordem
<b>Cambio</b>	2	sim	sim	-2.448.296	-4.140.858	0.3516	I(1)
Dcambio	1	Não	Não	-6.434.026	-2.608.324	0.0000	I(0)
<b>Juros</b>	1	não	não	-1.695.606	-2.608.490	0.0849	I(1)
Djuros	0	não	não	-8.665.346	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>ffr</b>	3	Sim	Não	-3.261.099	-3.562.669	0.0220	I(0)
dffr	0	Não	Não	-2.608.490	-3.210.890	0.0018	I(0)
<b>aoim&amp;d</b>	0	não	não	-8.670.810	-2.607.686	0.0000	I(0)
daoim&d	0	não	não	-16,71465	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>aictrf</b>	0	não	Não	-4.148.298	-2.607.686	0.0001	I(0)
daictrf	1	não	Não	-8.777.962	-2.609.324	0.0000	I(0)
<b>dife</b>	1	não	Não	-1.103.633	-2.608.490	0.2415	I(1)
ddefi	0	não	Não	-8.652.311	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-3.089.723	-3.555.023	0.0332	I(0)
Dvix	0	Não	Não	-7.966.742	-2.608.490	0.0000	I(0)

Teste Phillips-Perron						
Discriminação	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	Ordem
<b>Cambio</b>	Não	Não	-0.066282	-2.607.686	0.6563	I(1)
Dcambio	Não	Não	-4.544.260	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Juros</b>	não	Não	-1.646.255	-2.607.686	0.0937	I(1)
Djuros	não	Não	-8.549.984	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>ffr</b>	Sim	Não	-1.786.072	-3.555.023	0.3835	I(1)
dffr	Sim	Não	-3.537.514	-3.557.472	0.0106	I(0)
<b>aoim&amp;d</b>	não	Não	-8.578.738	-2.607.686	0.0000	I(0)
daoim&d	não	Não	-30,13863	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>aictrf</b>	não	Não	-4.113.387	-2.607.686	0.0001	I(0)
daictrf	não	Não	-17,01876	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>dife</b>	não	Não	-1.310.439	-2.607.686	0.1735	I(1)
ddefi	não	Não	-8.624.936	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	Sim	Não	-3.080.785	-3.555.023	0.0339	I(0)
Dvix	Não	Não	-9.575.607	-2.608.490	0.0000	I(0)

Teste DF-GLS							
Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	2	sim	sim	-1.532.461	-3.758.600	0.1317	I(1)
Dcambio	1	sim	não	-6.422.630	-2.609.324	0.0000	I(0)
<b>Juros</b>	1	sim	não	-1.270.717	-2.608.490	0.2095	I(1)
Djuros	0	sim	não	-8.649.796	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>ffr</b>	1	Sim	Não	-1.670.017	-2.608.490	0.1009	I(1)
dffr	0	Sim	Não	-2.532.358	-2.608.490	0.0143	I(0)
<b>aoim&amp;d</b>	1	Sim	Não	-3.554.052	-2.608.490	0.0008	I(0)
daoim&d	0	Sim	Não	-13,76313	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>aictrf</b>	0	Sim	Não	-4.854.584	-2.607.686	0.0000	I(0)
daictrf	0	Sim	Não	-8.287.318	-2.609.324	0.0000	I(0)
<b>dife</b>	1	Sim	Não	-1.815.466	-2.608.490	0.0752	I(1)
Ddife	0	Sim	Não	-8.347.454	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-8.058.191	-2.608.490	0.0000	I(0)
Dvix	0	Sim	não	-7.812.013	-2.608.490	0.0000	I(0)

Tabela 3.8: Testes de raiz unitária Colômbia

Teste Dickey Fuller Aumentado							
Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	1	sim	Não	-2.047.398	-3.546.099	0.2664	I(1)
Dcambio	1	Não	Não	-5.249.154	-2.605.442	0.0000	I(0)
<b>Juros</b>	1	Sim	Sim	-3.725.045	-4.121.303	0.0283	I(0)
Djuros	0	Não	Não	-3.351.550	-2.604.746	0.0012	I(0)
<b>Ffr</b>	1	Não	Não	-2.834.149	-2.604.746	0.0053	I(0)
Dffr	0	Não	Não	-3.359.276	-2.604.746	0.0011	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-3.179.806	-3.544.063	0.0261	I(0)
Dvix	0	Não	Não	-8.327.899	-2.604.746	0.0000	I(0)
<b>Dife</b>	1	sim	não	-2.935.822	-3.557.472	0.0478	I(0)
Ddife	0	não	não	-3.529.084	-2.608.490	0.0007	I(0)
<b>AICtrf</b>	0	Não	Não	-8.064.501	-2.607.686	0.0000	I(0)
DAICtrf	0	Não	Não	-6.116.296	-2.612.033	0.0000	I(0)
<b>PICtrf</b>	0	Sim	Sim	-7.677.733	-4.133.838	0.0000	I(0)
DPICtrf	0	Não	Não	-7.660.202	-2.610.192	0.0000	I(0)

---

 Teste Phillips-Perron
 

---

Discriminação	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	Não	Não	0.210778	-2.604.073	0.7441	I(1)
Dcambio	Não	Não	-4.277.698	-2.604.746	0.0001	I(0)
<b>Juros</b>	Não	Não	-1.411.183	-2.604.073	0.1458	I(1)
Djuros	Não	Não	-3.351.550	-2.604.746	0.0012	I(0)
<b>ffr</b>	Não	Não	-1.974.463	-2.604.073	0.0470	I(0)
dffr	Não	Não	-3.571.969	-2.604.746	0.0006	I(0)
<b>vix</b>	Sim	Não	-3.160.099	-3.544.063	0.0275	I(0)
Dvix	Não	Não	-10,05898	-2.604.746	0.0000	I(0)
<b>dife</b>	Não	Não	-0.970445	-2.607.686	0.2928	I(1)
ddife	Não	Não	-3.643.835	-2.608.490	0.0005	I(0)
<b>AICtrf</b>	Não	Não	-8.091.350	-2.607.686	0.0000	I(0)
DAICtrf	Não	Não	-29,16413	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>PICtrf</b>	Sim	Sim	-7.679.201	-4.133.838	0.0000	I(0)
DPICtrf	Não	Não	-25,66381	-2.608.490	0.0000	I(0)

---

 Teste DF-GLS
 

---

Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	1	sim	Não	-1.841.116	-2.604.746	0.0708	I(1)
Dcambio	0	sim	não	-3.981.941	-2.604.746	0.0002	I(0)
<b>Juros</b>	1	Sim	Não	-1.565.336	-2.604.746	0.1230	I(1)
Djuros	0	Sim	Não	-2.977.977	-2.604.746	0.0042	I(0)
<b>ffr</b>	1	Sim	Não	-1.597.227	-2.604.746	0.1157	I(1)
dffr	1	Sim	Não	-2.023.568	-2.605.442	0.0478	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-3.172.878	-2.604.073	0.0024	I(0)
Dvix	0	Sim	não	-8.131.256	-2.604.746	0.0000	I(0)
<b>dife</b>	1	Sim	não	-2.963.040	-2.608.490	0.0046	I(0)
ddife	0	Sim	não	-3.524.881	-2.608.490	0.0009	I(0)
<b>AICtrf</b>	0	Sim	não	-9.283.007	-2.607.686	0.0000	I(0)
DAICtrf	0	Sim	não	-12,91037	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>PICtrf</b>	0	Sim	Sim	-7.171.473	-3.751.000	0.0000	I(0)
DPICtrf	3	Sim	sim	-1.241.590	-3.766.200	0.0008	I(0)

Tabela 3.9: Testes de raiz unitária Uruguai

Teste Dickey Fuller Aumentado							
Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	2	sim	sim	-2.448.296	-4.140.858	0.3516	I(1)
Dcambio	1	Não	Não	-6.434.026	-2.609.324	0.0000	I(0)
<b>Juros</b>	9	não	não	-6.725.382	-2.616.203	0.0000	I(0)
Djuros	8	não	não	-3.926.082	-2.616.203	0.0002	I(0)
<b>Ffr</b>	3	Sim	Não	-3.261.099	-3.562.669	0.0220	I(0)
Dffr	0	Não	Não	-2.608.490	-3.210.890	0.0018	I(0)
<b>aoim&amp;d</b>	0	não	não	-7.142.163	-2.607.686	0.0000	I(0)
daoim&d	2	não	não	-7.815.256	-2.610.192	0.0000	I(0)
<b>Dife</b>	10	sim	Não	-13,36156	-3.584.743	0.0000	I(0)
Ddife	8	sim	Não	-4.545.321	-3.581.152	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-3.089.723	-3.555.023	0.0332	I(0)
Dvix	0	Não	Não	-7.966.742	-2.608.490	0.0000	I(0)

Teste Phillips-Perron						
Discriminação	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	Não	Não	-0.066282	-2.607.686	0.6563	I(1)
Dcambio	Não	Não	-4.544.260	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Juros</b>	não	Não	-1.756.377	-2.607.686	0.0751	I(1)
Djuros	não	Não	-3.370.721	-2.608.490	0.0011	I(0)
<b>Ffr</b>	Sim	Não	-1.786.072	-3.555.023	0.3835	I(1)
Dffr	Sim	Não	-3.537.514	-3.557.472	0.0106	I(0)
<b>aoim&amp;d</b>	não	Não	-7.674.706	-2.607.686	0.0000	I(0)
daoim&d	não	Não	-26,11751	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Dife</b>	não	Não	-1.820.025	-2.607.686	0.0657	I(1)
Ddefi	não	Não	-3.359.241	-2.608.490	0.0012	I(0)
<b>Vix</b>	Sim	Não	-3.080.785	-3.555.023	0.0339	I(0)
Dvix	Não	Não	-9.575.607	-2.608.490	0.0000	I(0)

Teste DF-GLS							
Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	2	sim	sim	-1.532.461	-3.758.600	0.1317	I(1)
Dcambio	1	sim	não	-6.422.630	-2.609.324	0.0000	I(0)
<b>Juros</b>	3	sim	não	-1.633.934	-2.610.192	0.1088	I(1)
Djuros	8	sim	não	-4.710.876	-2.616.203	0.0000	I(0)
<b>Ffr</b>	1	Sim	Não	-1.670.017	-2.608.490	0.1009	I(1)
Dffr	0	Sim	Não	-2.532.358	-2.608.490	0.0143	I(0)
<b>aoim&amp;d</b>	0	Sim	Não	-6.500.063	-2.607.686	0.0000	I(0)
daoim&d	0	Sim	Não	-10,48528	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Dife</b>	3	Sim	Não	-1.765.516	-2.610.192	0.0838	I(1)
Ddife	8	Sim	Não	-4.736.768	-2.616.203	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-8.058.191	-2.608.490	0.0000	I(0)
Dvix	0	Sim	não	-7.812.013	-2.608.490	0.0000	I(0)

Tabela 3.10: Testes de raiz unitária Venezuela

Teste Dickey Fuller Aumentado							
Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	0	não	Não	1.714.182	-4.140.858	0.3516	I(1)
Dcambio	0	Não	Não	-7.293.575	-4.152.511	0.0000	I(0)
<b>Juros</b>	6	não	Não	-0.403576	-2.617.364	0.5326	I(1)
Djuros	4	Não	Não	-3.374.708	-2.616.203	0.0012	I(0)
<b>ffr</b>	3	Sim	Não	-3.264.057	-3.574.446	0.0223	I(0)
dffr	0	Não	Não	-3.087.004	-2.612.033	0.0027	I(0)
<b>dife</b>	5	não	não	-0.624585	-2.616.203	0.4413	I(1)
ddife	3	não	não	-4.079.919	-2.615.093	0.0001	I(0)
<b>aoimd</b>	1	Não	Não	-2.349.102	-2.612.033	0.0196	I(1)
daoimd	0	Não	Não	-14,33974	-2.612.033	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-3.089.346	-3.565.430	0.0337	I(0)
Dvix	0	Não	Não	-7.642.456	-2.612.033	0.0000	I(0)

---

 Teste Phillips-Perron
 

---

Discriminação	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	Não	Não	1.893.201	-2.611.094	0.9849	I(1)
Dcambio	Não	Não	-6.812.416	-2.608.490	0.0000	I(0)
<b>Juros</b>	Não	Não	-0.789905	-2.611.094	0.3690	I(1)
Djuros	Não	Não	-6.671.585	-2.612.033	0.0000	I(0)
<b>Ffr</b>	não	Não	-1.818.479	-2.611.094	0.0660	I(1)
Dffr	não	Não	-3.283.239	-2.612.033	0.0015	I(0)
<b>Dife</b>	não	não	-0.774649	-2.611.094	0.3757	I(1)
Ddife	não	não	-6.055.956	-2.612.033	0.0000	I(0)
<b>Oimd</b>	Não	Não	-5.188.487	-2.611.094	0.0000	I(0)
Doimd	Não	Não	-18,58382	-2.612.033	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	Sim	Não	-3.088.131	-3.565.430	0.0338	I(0)
Dvix	Não	Não	-9.339.566	-2.612.033	0.0000	I(0)

---



---

 Teste DF-GLS
 

---

Discriminação	Defasagem	Constante	Tendência	Estatística t	Valor crítico 1%	Prob	ordem
<b>Cambio</b>	2	sim	sim	-1.532.461	-3.758.600	0.1317	I(1)
Dcambio	1	sim	não	-6.422.630	-2.609.324	0.0000	I(0)
<b>Juros</b>	8	Sim	Sim	-3.777.289	-2.619.851	0.0006	I(0)
Djuros	6	Sim	Não	-1.707.294	-2.618.579	0.0000	I(0)
<b>ffr</b>	1	Sim	Não	-1.755.167	-2.612.033	0.0856	I(1)
dffr	0	Sim	Não	-2.505.017	-2.612.033	0.0156	I(0)
<b>dife</b>	8	Sim	Não	-4.155.411	-2.619.851	0.0002	I(0)
ddife	3	Sim	Não	-3.832.102	-2.615.093	0.0004	I(0)
<b>oimd</b>	1	Sim	Não	-3.213.121	-2.612.033	0.0023	I(0)
doimd	0	Sim	Não	-12,66007	-2.612.033	0.0000	I(0)
<b>Vix</b>	0	Sim	Não	-3.108.962	-2.607.686	0.0030	I(0)
Dvix	0	Sim	não	-7.812.013	-2.608.490	0.0000	I(0)

---

Tabela 3.11: teste de cointegração Argentina

## Selected (0.05 level\*) Number of Cointegrating Relations by Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	1	1	1	1	2
Max-Eig	1	1	1	1	2

\*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

## Information Criteria by Rank and Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Rank or No. of CEs	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend

## Log Likelihood by Rank (rows) and Model (columns)

0	-175.1273	-175.1273	-173.0810	-173.0810	-172.8845
1	-154.7490	-149.9340	-148.5171	-145.6823	-145.4970
2	-153.9711	-148.3778	-148.3778	-141.6041	-141.6041

## Akaike Information Criteria by Rank (rows) and Model (columns)

0	6.634343	6.634343	6.632630	6.632630	6.699427
1	6.027740	5.886444	5.871002	5.803049*	5.833223
2	6.147078	6.013991	6.013991	5.837190	5.837190

## Schwarz Criteria by Rank (rows) and Model (columns)

0	6.781675	6.781675	6.853628	6.853628	6.994091
1	6.322405	6.217942	6.239333	6.208212*	6.275220
2	6.589074	6.529654	6.529654	6.426519	6.426519

Tabela 3.12: testes de Cointegração Brasil

## Selected (0.05 level\*) Number of Cointegrating Relations by Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	1	1	1	1	2
Max-Eig	1	1	1	1	2

\*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

## Information Criteria by Rank and Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Rank or No. of CEs	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Log Likelihood by Rank (rows) and Model (columns)					
0	-79.49379	-79.49379	-79.46020	-79.46020	-79.38624
1	-71.94446	-68.89155	-68.89041	-68.84987	-68.79707
2	-71.85736	-67.04894	-67.04894	-65.21004	-65.21004

## Akaike Information Criteria by Rank (rows) and Model (columns)

0	3.092363	3.092363	3.165193	3.165193	3.236527
1	2.960906	2.884872*	2.921867	2.957403	2.992484
2	3.105828	3.001813	3.001813	3.007779	3.007779

## Schwarz Criteria by Rank (rows) and Model (columns)

0	3.239695	3.239695	3.386191	3.386191	3.531192
1	3.255570	3.216369*	3.290197	3.362566	3.434480
2	3.547825	3.517475	3.517475	3.597108	3.597108

Tabela 3.13: testes de Cointegração Chile

**Selected (0.05 level\*) Number of Cointegrating Relations by Model**

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	0	0	0	1	2
Max-Eig	0	0	0	0	0

\*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

**Information Criteria by Rank and Model**

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Rank or No. of CEs	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend

**Log Likelihood by Rank (rows) and Model (columns)**

0	-350.0936	-350.0936	-350.0835	-350.0835	-349.5640
1	-347.6930	-344.1336	-344.1320	-341.4550	-341.2958
2	-347.6623	-342.4937	-342.4937	-335.5547	-335.5547

**Akaike Information Criteria by Rank (rows) and Model (columns)**

0	13.11458	13.11458	13.18828	13.18828	13.24311
1	13.17382	13.07902	13.11600	13.05389	13.08503
2	13.32082	13.20347	13.20347	13.02055*	13.02055*

**Schwarz Criteria by Rank (rows) and Model (columns)**

0	13.26191*	13.26191*	13.40928	13.40928	13.53778
1	13.46848	13.41052	13.48433	13.45905	13.52702
2	13.76282	13.71913	13.71913	13.60987	13.60987

Tabela 3.14: testes de Cointegração Colômbia

**Selected (0.05 level\*) Number of Cointegrating Relations by Model**

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	1	0	1	1	2
Max-Eig	1	0	0	0	0

\*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

**Information Criteria by Rank and Model**

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Rank or No. of CEs	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend

**Log Likelihood by Rank (rows) and Model (columns)**

0	-379.3013	-379.3013	-379.2791	-379.2791	-379.0963
1	-372.8919	-372.8571	-372.8351	-371.9891	-371.9160
2	-372.7791	-371.0356	-371.0356	-365.8003	-365.8003

**Akaike Information Criteria by Rank (rows) and Model (columns)**

0	14.19635	14.19635	14.26960	14.26960	14.33690
1	14.10711*	14.14286	14.17908	14.18478	14.21911
2	14.25108	14.26058	14.26058	14.14075	14.14075

**Schwarz Criteria by Rank (rows) and Model (columns)**

0	14.34368*	14.34368*	14.49060	14.49060	14.63157
1	14.40177	14.47435	14.54741	14.58995	14.66111
2	14.69307	14.77624	14.77624	14.73008	14.73008

Tabela 3.15: testes de Cointegração Uruguai

<b>Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model</b>					
Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	1	1	2	1	2
Max-Eig	1	1	2	1	2

\*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

<b>Information Criteria by Rank and Model</b>					
Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Rank or No. of CEs	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
<b>Log Likelihood by Rank (rows) and Model (columns)</b>					
0	-247.5565	-247.5565	-247.2340	-247.2340	-246.2673
1	-237.6746	-236.3884	-236.0897	-234.0419	-233.0917
2	-237.6618	-232.5659	-232.5659	-230.2312	-230.2312
<b>Akaike Information Criteria by Rank (rows) and Model (columns)</b>					
0	9.316907	9.316907	9.379037	9.379037	9.417309
1	9.099058	9.088461	9.114435	9.075624*	9.077472
2	9.246733	9.132072	9.132072	9.119673	9.119673
<b>Schwarz Criteria by Rank (rows) and Model (columns)</b>					
0	9.464240	9.464240	9.600036	9.600036	9.711973
1	9.393722*	9.419958	9.482765	9.480788	9.519469
2	9.688729	9.647735	9.647735	9.709002	9.709002

Tabela 3.16: testes de Cointegração Venezuela

<b>Selected (0.05 level*) Number of Cointegrating Relations by Model</b>					
Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	0	0	0	0	0
Max-Eig	0	0	0	0	0

\*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

<b>Information Criteria by Rank and Model</b>					
Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Rank or No. of CEs	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
<b>Log Likelihood by Rank (rows) and Model (columns)</b>					
0	-128.6480	-128.6480	-126.5843	-126.5843	-126.3469
1	-125.3318	-124.6439	-123.2320	-123.2022	-123.0022
2	-124.9417	-123.1995	-123.1995	-120.9044	-120.9044
<b>Akaike Information Criteria by Rank (rows) and Model (columns)</b>					
0	5.305919	5.305919	5.303373*	5.303373*	5.373878
1	5.333272	5.345756	5.329281	5.368087	5.400089
2	5.477668	5.487980	5.487980	5.476178	5.476178
<b>Schwarz Criteria by Rank (rows) and Model (columns)</b>					
0	5.458881*	5.458881*	5.532816	5.532816	5.679801
1	5.639195	5.689921	5.711685	5.788732	5.858975
2	5.936553	6.023347	6.023347	6.088025	6.088025

Tabela 3.17: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Argentina

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1404.628	NA	1.15e+19	55.24032	55.39183	55.29821
1	-1339.033	118.3275	1.65e+18	53.29543	54.05301*	53.58492*
2	-1317.756	35.04510*	1.36e+18*	53.08847	54.45211	53.60956
3	-1301.122	24.78786	1.37e+18	53.06361*	55.03332	53.81629
4	-1288.251	17.16160	1.64e+18	53.18631	55.76208	54.17059

O \* indica a ordem de defasagem escolhida de acordo com o critério. LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level), FPE: Final prediction error, AIC: Akaike information criterion, SC: Schwarz information criterion, HQ: Hannan-Quinn information criterion

Tabela 3.18: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Brasil

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2675.950	NA	3.14e+39	105.1353	105.3247	105.2077
1	-2615.819	106.1135*	7.97e+38*	103.7576*	104.8940*	104.1918*
2	-2592.388	36.75384	8.72e+38	103.8191	105.9025	104.6153
3	-2578.065	19.65956	1.43e+39	104.2378	107.2681	105.3958
4	-2560.423	20.75454	2.22e+39	104.5264	108.5037	106.0462

O \* indica a ordem de defasagem escolhida de acordo com o critério. LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level), FPE: Final prediction error, AIC: Akaike information criterion, SC: Schwarz information criterion, HQ: Hannan-Quinn information criterion

Tabela 3.19: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Chile

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2819.856	NA	8.88e+41	110.7787	110.9681	110.8510
1	-2770.127	87.75700*	3.38e+41*	109.8089*	110.9453*	110.2431*
2	-2748.359	34.14530	3.95e+41	109.9357	112.0190	110.7318
3	-2720.985	37.57214	3.88e+41	109.8426	112.8729	111.0005
4	-2700.065	24.61244	5.30e+41	110.0025	113.9798	111.5224

O \* indica a ordem de defasagem escolhida de acordo com o critério. LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level), FPE: Final prediction error, AIC: Akaike information criterion, SC: Schwarz information criterion, HQ: Hannan-Quinn information criterion

Tabela 3.20: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Colômbia

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2805.484	NA	5.05e+41	110.2151	110.4044	110.2874
1	-2747.415	102.4737*	1.39e+41*	108.9183*	110.0546*	109.3525*
2	-2731.130	25.54565	2.01e+41	109.2600	111.3433	110.0561
3	-2712.729	25.25636	2.81e+41	109.5188	112.5491	110.6768
4	-2690.704	25.91214	3.67e+41	109.6354	113.6127	111.1553

O \* indica a ordem de defasagem escolhida de acordo com o critério. LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level), FPE: Final prediction error, AIC: Akaike information criterion, SC: Schwarz information criterion, HQ: Hannan-Quinn information criterion

Tabela 3.21: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Urugui

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1545.271	NA	2.86e+21	60.75573	60.90725	60.81363
1	-1495.760	89.31439	7.70e+20*	59.44156*	60.19914*	59.73106*
2	-1483.879	19.56891	9.16e+20	59.60309	60.96673	60.12418
3	-1475.052	13.15337	1.25e+21	59.88440	61.85410	60.63708
4	-1451.256	31.72819*	9.79e+20	59.57867	62.15443	60.56294

O \* indica a ordem de defasagem escolhida de acordo com o critério. LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level), FPE: Final prediction error, AIC: Akaike information criterion, SC: Schwarz information criterion, HQ: Hannan-Quinn information criterion

Tabela 3.22: Critérios para seleção da defasagem do VAR, Venezuela

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1412.482	NA	1.77e+21	60.27584	60.43330	60.33510
1	-1377.628	62.29272*	7.95e+20*	59.47353*	60.26083*	59.76980*
2	-1362.098	25.11257	8.24e+20	59.49353	60.91066	60.02681
3	-1349.267	18.56390	9.82e+20	59.62838	61.67535	60.39867
4	-1332.785	21.04145	1.04e+21	59.60785	62.28466	60.61515

O \* indica a ordem de defasagem escolhida de acordo com o critério. LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level), FPE: Final prediction error, AIC: Akaike information criterion, SC: Schwarz information criterion, HQ: Hannan-Quinn information criterion

Tabela 3.23: Decomposição da variância Argentina

Variance Decomposition of VIX:					
Period	S.E.	VIX	DIFE	PICTRF	CAMBIO
1	6.909010	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	9.465122	98.23080	1.437028	0.146870	0.185303
3	11.29228	97.72685	1.414742	0.107643	0.750761
4	13.02702	97.50680	1.247962	0.126559	1.118676
5	14.55244	97.62662	1.150096	0.124595	1.098691
6	15.91520	97.77210	1.083966	0.123076	1.020861
7	17.16426	97.90681	1.033422	0.120798	0.938965
8	18.32564	98.02111	0.995764	0.118212	0.864912
9	19.41534	98.11498	0.966952	0.115470	0.802595
10	20.44607	98.19160	0.944093	0.113034	0.751275

Variance Decomposition of DIFE:					
Period	S.E.	VIX	DIFE	PICTRF	CAMBIO
1	5.639550	16.42573	83.57427	0.000000	0.000000
2	8.954247	7.604613	45.67225	4.172407	42.55073
3	11.84310	9.383893	28.76284	13.59822	48.25505
4	13.32170	12.39813	24.53336	18.91384	44.15466
5	14.31860	14.50496	22.70417	23.03167	39.75920
6	15.12731	16.12204	21.57410	26.27378	36.03008
7	15.84788	17.42063	20.78355	28.86182	32.93399
8	16.51366	18.47143	20.19410	30.96655	30.36792
9	17.14478	19.34743	19.72038	32.73807	28.19413
10	17.75025	20.09764	19.32275	34.25874	26.32087

Variance Decomposition of PICTRF:					
Period	S.E.	VIX	DIFE	PICTRF	CAMBIO
1	6.31E+08	0.948752	6.248336	92.80291	0.000000
2	7.16E+08	1.065381	8.306324	89.98574	0.642557
3	8.33E+08	0.855194	9.963989	88.67655	0.504271
4	9.21E+08	0.825079	11.25879	87.18636	0.729775
5	1.01E+09	0.754099	12.05124	85.82428	1.370377
6	1.09E+09	0.697726	12.58316	84.62896	2.090149
7	1.17E+09	0.645988	12.93836	83.65660	2.759059
8	1.25E+09	0.603846	13.19673	82.87997	3.319460
9	1.32E+09	0.568930	13.39291	82.26181	3.776350
10	1.38E+09	0.540268	13.54972	81.76259	4.147422

Variance Decomposition of CAMBIO:					
Period	S.E.	VIX	DIFE	PICTRF	CAMBIO
1	0.193109	0.782427	7.582690	0.000458	91.63443
2	0.400169	0.408444	2.995032	0.468020	96.12850
3	0.577557	0.687225	1.825660	1.062463	96.42465
4	0.719775	0.899995	1.399636	1.355351	96.34502
5	0.838856	1.024991	1.182325	1.541883	96.25080
6	0.941893	1.108817	1.050449	1.669055	96.17168
7	1.033411	1.168426	0.964026	1.758342	96.10921
8	1.116594	1.211169	0.903503	1.822222	96.06311
9	1.193553	1.242884	0.858703	1.869831	96.02858
10	1.265637	1.267285	0.824150	1.906483	96.00208

Cholesky Ordering: VIX DIFE PICTRF CAMBIO

Tabela 3.24: Decomposição da Variância Brasil

Decomposição da variância para VIX:						
Period	S.E.	VIX	DIFE	PICACOES	PICTRF	CAMBIO
1	7.030830	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	9.650793	97.42908	0.010252	1.864091	0.470008	0.226569
3	11.44305	96.91227	0.092699	2.170468	0.334411	0.490155
4	13.02886	96.92568	0.175375	2.014164	0.314839	0.569946
5	14.49961	97.00434	0.221333	1.947581	0.262791	0.563958
6	15.82568	97.12641	0.236528	1.862539	0.227274	0.547249
7	17.05404	97.20325	0.237594	1.818471	0.204400	0.536288
8	18.19318	97.24252	0.237949	1.797867	0.187301	0.534367
9	19.26149	97.26641	0.240118	1.782446	0.174752	0.536278
10	20.27390	97.28491	0.243325	1.769256	0.164499	0.538007

Decomposição da variância para DIFE:						
Period	S.E.	VIX	DIFE	PICACOES	PICTRF	CAMBIO
1	1.486321	15.78718	84.21282	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.663994	21.06684	75.19895	0.324776	0.058304	3.351135
3	3.707849	26.02901	64.16895	0.960557	0.665182	8.176297
4	4.528883	29.90369	56.13053	1.371341	0.783292	11.81115
5	5.164456	32.56269	51.51140	1.290680	0.791899	13.84334
6	5.682763	33.98655	49.27164	1.164414	0.752999	14.82440
7	6.148050	34.77023	48.16201	1.060433	0.705788	15.30154
8	6.588388	35.25147	47.48495	0.989464	0.674235	15.59989
9	7.009466	35.62100	46.92273	0.946011	0.655352	15.85490
10	7.409893	35.94676	46.40381	0.915682	0.643413	16.09033

Decomposição da variância para PICACOES:						
Period	S.E.	VIX	DIFE	PICACOES	PICTRF	CAMBIO
1	4.95E+09	28.08415	0.067610	71.84824	0.000000	0.000000
2	6.29E+09	21.94216	0.626067	67.71730	9.693481	0.020994
3	7.03E+09	23.62919	0.646850	65.92477	9.746991	0.052199
4	7.94E+09	24.43033	0.537697	64.34846	10.57930	0.104215
5	8.66E+09	24.61352	0.461223	63.63697	11.17175	0.116532
6	9.35E+09	24.73593	0.402600	63.40650	11.34193	0.113036
7	9.99E+09	24.70491	0.363690	63.28876	11.53708	0.105558
8	1.06E+10	24.70777	0.337558	63.16522	11.68946	0.099989
9	1.11E+10	24.73808	0.317006	63.02664	11.82140	0.096877
10	1.17E+10	24.77222	0.299407	62.89564	11.93758	0.095159

Decomposição da variância para PICTRF:						
Period	S.E.	VIX	DIFE	PICACOES	PICTRF	CAMBIO
1	4.50E+09	14.99683	3.184765	1.080639	80.73776	0.000000
2	4.92E+09	22.61347	4.604924	4.661864	67.63630	0.483442
3	5.96E+09	23.12796	8.567977	15.23456	52.14469	0.924819
4	6.65E+09	23.69573	13.43800	16.21492	45.70181	0.949537
5	7.36E+09	25.87045	16.07169	16.71836	40.55754	0.781958
6	8.01E+09	27.51058	17.39132	16.99669	37.44027	0.661135
7	8.59E+09	28.82280	18.13057	17.36300	35.10787	0.575761
8	9.13E+09	29.71601	18.65748	17.84754	33.26934	0.509626
9	9.64E+09	30.32670	19.15201	18.25827	31.80418	0.458835
10	1.01E+10	30.81250	19.60114	18.56880	30.59998	0.417590

## Decomposição da variância para cambio

Period	S.E.	VIX	DIFE	PICACOES	PICTRF	CAMBIO
1	0.180631	41.16606	0.190574	2.534965	0.010622	56.09778
2	0.315687	39.40405	0.631765	6.154281	0.513273	53.29663
3	0.417566	37.09108	1.255726	9.668561	0.724922	51.25971
4	0.496609	35.33902	1.514928	12.32795	1.147619	49.67048
5	0.563017	34.23743	1.505749	14.25322	1.448645	48.55496
6	0.621858	33.61037	1.419986	15.36490	1.617904	47.98684
7	0.676374	33.26744	1.344129	15.97964	1.709166	47.69962
8	0.727509	33.04724	1.296986	16.36959	1.760758	47.52542
9	0.775510	32.87250	1.271432	16.66989	1.800468	47.38571
10	0.820663	32.72151	1.255343	16.92861	1.835950	47.25859

Tabela 3.25: Decomposição da variância Chile

## Decomposição da variância para o VIX:

Period	S.E.	VIX	DIFE	AICTRF	AOIMD	CAMBIO
1	6.508705	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	9.370231	89.77667	1.175790	7.998994	0.002977	1.045570
3	11.32778	86.58012	2.505434	8.990702	0.548100	1.375647
4	13.15731	85.70428	2.981291	9.494146	0.476865	1.343413
5	14.66152	84.71125	3.273319	10.03465	0.565313	1.415471
6	16.07943	84.25418	3.514065	10.24219	0.581193	1.408371
7	17.35870	83.85965	3.659332	10.46682	0.593617	1.420577
8	18.55400	83.57596	3.778606	10.60632	0.613099	1.426017
9	19.68025	83.36311	3.869337	10.72028	0.619218	1.428065
10	20.74090	83.18232	3.941264	10.81470	0.629271	1.432444

## Decomposição da variância para DIFE:

Period	S.E.	VIX	DIFE	AICTRF	AOIMD	CAMBIO
1	1.354073	14.40115	85.59885	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.804659	11.58604	84.89113	2.236411	1.166709	0.119708
3	2.293163	11.09492	83.47766	2.758299	2.593328	0.075794
4	2.680162	10.93897	83.28659	3.204772	2.497633	0.072039
5	3.011976	10.41412	83.18417	3.401098	2.936672	0.063941
6	3.320034	10.40488	83.02512	3.507837	2.990812	0.071353
7	3.595441	10.22067	82.99410	3.619321	3.095387	0.070522
8	3.854217	10.14211	82.93660	3.674411	3.174466	0.072413
9	4.095736	10.07729	82.90213	3.730226	3.216790	0.073570
10	4.323738	10.01343	82.87561	3.770392	3.266419	0.074147

**Decomposição da variância para o AICTRF:**

Period	S.E.	VIX	DIFE	AICTRF	AOIMD	CAMBIO
1	2.82E+09	9.255049	3.876525	86.86843	0.000000	0.000000
2	3.54E+09	5.868098	9.340033	84.23233	0.522558	0.036977
3	3.99E+09	4.655148	9.021947	85.69520	0.524107	0.103603
4	4.45E+09	3.968615	9.186883	86.04511	0.640745	0.158642
5	4.86E+09	3.393263	9.240972	86.48091	0.711038	0.173818
6	5.23E+09	3.007722	9.293510	86.77182	0.736199	0.190750
7	5.58E+09	2.717318	9.326565	86.97090	0.781503	0.203711
8	5.91E+09	2.480697	9.350156	87.15626	0.801340	0.211549
9	6.22E+09	2.297107	9.375000	87.28482	0.823509	0.219563
10	6.52E+09	2.142746	9.390513	87.40091	0.840564	0.225266

**Decomposição da variância para o AOIMD:**

Period	S.E.	VIX	DIFE	AICTRF	AOIMD	CAMBIO
1	1.06E+09	5.454908	1.788457	1.203009	91.55363	0.000000
2	1.22E+09	4.120444	1.573810	10.01009	81.39507	2.900583
3	1.49E+09	19.61993	7.647980	14.12088	56.36684	2.244364
4	1.57E+09	18.29271	8.169425	20.64001	50.80595	2.091907
5	1.68E+09	20.48997	9.850664	23.09841	44.64456	1.916396
6	1.78E+09	21.25977	10.70989	26.41084	39.87215	1.747352
7	1.86E+09	21.56206	11.53151	28.80613	36.48498	1.615314
8	1.95E+09	22.35929	12.23998	30.62761	33.25287	1.520252
9	2.03E+09	22.64418	12.78221	32.41488	30.73129	1.427435
10	2.11E+09	23.07176	13.29356	33.77698	28.50302	1.354679

**Decomposição da variância para o CAMBIO:**

Period	S.E.	VIX	DIFE	AICTRF	AOIMD	CAMBIO
1	28.97690	34.22682	0.207900	0.864256	1.260272	63.44075
2	48.96886	28.37251	0.113992	3.014786	0.708670	67.79004
3	64.05331	25.75718	0.410785	3.285711	0.486173	70.06015
4	76.54517	24.77583	0.462333	3.399818	0.446133	70.91588
5	87.36410	24.08274	0.496857	3.496817	0.392409	71.53118
6	97.02746	23.74308	0.527253	3.549676	0.371254	71.80874
7	105.8030	23.45021	0.542871	3.591367	0.353115	72.06244
8	113.9110	23.26236	0.556395	3.617799	0.339837	72.22361
9	121.4803	23.11458	0.566039	3.640105	0.330824	72.34845
10	128.6029	22.99610	0.573627	3.656777	0.322855	72.45064

Cholesky Ordering: VIX DIFE AICTRF AOIMD CAMBIO

Tabela 3.26: Decomposição da variância Colômbia

Decomposição da variância para o VIX:						
Período	S.E.	VIX	DIFE	PICTRF	AICTRF	CAMBIO
1	6.180159	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	7.754778	94.05127	0.425509	2.015260	3.205546	0.302418
3	9.388310	77.91047	2.682719	8.873780	8.600843	1.932187
4	10.78808	68.98666	6.971932	9.790590	9.890390	4.360427
5	12.20788	65.18473	10.41319	9.259726	9.225834	5.916514
6	13.53406	63.92284	12.75268	8.213156	8.402234	6.709087
7	14.76421	63.37974	14.10274	7.622598	7.814076	7.080851
8	15.88812	62.77701	15.14322	7.202181	7.513068	7.364518
9	16.94036	62.16951	15.93800	6.992562	7.297825	7.602102
10	17.93379	61.62829	16.64336	6.769702	7.139965	7.818679

Decomposição da variância para o DIFE:						
Período	S.E.	VIX	DIFE	PICTRF	AICTRF	CAMBIO
1	0.666731	25.47264	74.52736	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.279440	26.85096	72.70444	0.039342	0.000263	0.404994
3	1.851954	26.24328	72.78647	0.059551	0.005512	0.905183
4	2.382900	25.79225	72.76461	0.113763	0.019941	1.309437
5	2.868483	25.71998	72.47196	0.183996	0.053883	1.570185
6	3.310469	25.82821	72.09997	0.259514	0.087275	1.725029
7	3.711635	25.97539	71.77957	0.311816	0.114458	1.818770
8	4.078904	26.08007	71.55471	0.350262	0.131654	1.883304
9	4.418135	26.15170	71.39774	0.374615	0.144091	1.931852
10	4.734885	26.19718	71.28469	0.394649	0.153012	1.970466

Decomposição da variância para o PICTRF:						
Período	S.E.	VIX	DIFE	PICTRF	AICTRF	CAMBIO
1	1.05E+09	0.788233	1.532126	97.67964	0.000000	0.000000
2	1.08E+09	0.757440	3.043562	95.19623	0.018321	0.984443
3	1.31E+09	2.989197	2.147382	91.84031	2.303006	0.720107
4	1.34E+09	4.141194	2.357953	90.27557	2.430887	0.794397
5	1.50E+09	5.058750	2.022834	89.06982	3.209811	0.638782
6	1.54E+09	5.491601	1.975918	88.77722	3.109683	0.645579
7	1.66E+09	5.657002	1.744241	88.68842	3.348221	0.562117
8	1.71E+09	5.946226	1.689172	88.50670	3.284599	0.573307
9	1.80E+09	6.132938	1.528205	88.34238	3.472602	0.523877
10	1.85E+09	6.395117	1.464675	88.17061	3.446598	0.523003

Decomposição da variância para o AICTRF:						
Período	S.E.	VIX	DIFE	PICTRF	AICTRF	CAMBIO
1	1.31E+09	1.161855	4.865847	37.01268	56.95962	0.000000
2	1.36E+09	2.164067	6.665262	34.67289	54.53982	1.957960
3	1.77E+09	1.923406	3.937487	44.15287	47.82043	2.165801
4	1.86E+09	2.200541	6.793917	39.94648	46.79459	4.264473
5	2.12E+09	1.711210	5.693830	41.05921	47.19989	4.335861
6	2.21E+09	1.628137	7.329644	38.01292	47.62436	5.404938
7	2.39E+09	1.386782	6.733850	38.49504	47.98244	5.401887
8	2.48E+09	1.335301	7.703242	36.51893	48.35587	6.086657
9	2.63E+09	1.191271	7.408252	36.68684	48.56197	6.151662
10	2.72E+09	1.144868	8.045635	35.27776	48.89855	6.633185

**Decomposição da variância para o CAMBIO:**

Período	S.E.	VIX	DIFE	PICTRF	AICTRF	CAMBIO
1	99.23452	30.13167	0.125687	0.646161	0.130897	68.96559
2	164.6943	27.18499	0.382739	2.959862	2.353632	67.11877
3	216.1546	20.25417	0.239639	9.829007	7.657554	62.01963
4	255.7020	15.94731	0.439228	14.76103	11.66488	57.18755
5	286.7548	14.09516	1.134747	17.21598	13.46302	54.09109
6	312.9090	13.68104	1.929854	17.93702	14.06331	52.38878
7	337.2268	13.82581	2.524274	18.15840	14.20918	51.28233
8	360.2679	13.98676	2.951083	18.26741	14.33291	50.46184
9	382.2030	14.04110	3.272320	18.45496	14.47404	49.75757
10	402.9171	14.04175	3.551341	18.62245	14.62842	49.15604

Cholesky Ordering: VIX DIFE PICTRF AICTRF CAMBIO

**Tabela 3.27: Decomposição da variância Uruguai****Decomposição da variância para o VIX:**

Período	S.E.	VIX	DIFE	AOIMD	CAMBIO
1	6.815893	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	9.115372	96.97335	0.807478	0.001142	2.218028
3	11.05800	92.42484	2.060534	0.562313	4.952316
4	12.75651	89.20856	3.119626	0.471648	7.200163
5	14.28482	86.39300	3.895311	0.380000	9.331689
6	15.68554	83.98092	4.453116	0.319929	11.24603
7	16.98199	82.06892	4.843902	0.279479	12.80770
8	18.18985	80.57649	5.114433	0.254538	14.05454
9	19.32236	79.40113	5.305458	0.236989	15.05642
10	20.39088	78.46942	5.444834	0.222780	15.86296

**Decomposição da variância para o DIFE:**

Período	S.E.	VIX	DIFE	AOIMD	CAMBIO
1	4.132356	0.078634	99.92137	0.000000	0.000000
2	8.427539	0.085881	96.84183	0.010853	3.061436
3	12.90481	0.240342	91.85966	0.586321	7.313682
4	17.33177	0.437853	86.55895	1.554818	11.44838
5	21.53839	0.628068	82.01585	2.391334	14.96475
6	25.43589	0.785381	78.42283	3.053721	17.73807
7	29.00601	0.908920	75.64653	3.581659	19.86289
8	32.26748	1.004819	73.52172	3.991467	21.48200
9	35.25547	1.078869	71.89894	4.304319	22.71787
10	38.01024	1.136069	70.65230	4.544530	23.66711

**Decomposição da variância para o AOIMD:**

Período	S.E.	VIX	DIFE	AOIMD	CAMBIO
1	6.53E+08	0.858652	2.717353	96.42400	0.000000
2	6.63E+08	0.957524	3.552548	93.60790	1.882029
3	6.77E+08	1.039130	3.627171	93.50816	1.825536
4	6.80E+08	1.417560	3.714576	92.88651	1.981358
5	6.81E+08	1.636749	3.727986	92.62863	2.006635
6	6.81E+08	1.812439	3.719272	92.46550	2.002790
7	6.82E+08	1.999368	3.721743	92.28050	1.998386
8	6.83E+08	2.171589	3.736280	92.09184	2.000293
9	6.84E+08	2.325063	3.759273	91.89838	2.017281
10	6.84E+08	2.470556	3.786401	91.69685	2.046192

**Decomposição da variância para o CAMBIO:**

Período	S.E.	VIX	DIFE	AOIMD	CAMBIO
1	1.505579	22.93427	5.601656	0.037976	71.42610
2	2.440948	18.78995	12.06345	0.100595	69.04601
3	3.199615	16.56475	19.70525	0.275888	63.45412
4	3.855053	15.16988	26.84644	0.302004	57.68168
5	4.420225	14.17606	33.06820	0.229834	52.52591
6	4.914643	13.39218	38.33375	0.204609	48.06946
7	5.356975	12.76901	42.66434	0.215103	44.35156
8	5.759700	12.27418	46.16355	0.253094	41.30918
9	6.131048	11.87853	48.98570	0.304429	38.83133
10	6.477298	11.55996	51.27521	0.356442	36.80839

Cholesky Ordering: VIX DIFE AOIMD CAMBIO

**Tabela 3.28: Decomposição da variância Venezuela**

**Decomposição da variância para VIX:**

Período	S.E.	VIX	DDIFE	DAOIMD	DCAMBIO
1	6.750834	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	8.130893	99.01765	0.954188	0.007070	0.021087
3	8.698329	98.59630	1.366127	0.008211	0.029360
4	8.947719	98.41959	1.537672	0.009345	0.033394
5	9.060957	98.34458	1.610967	0.009565	0.034890
6	9.112665	98.31056	1.644012	0.009772	0.035659
7	9.136510	98.29531	1.658904	0.009820	0.035967
8	9.147482	98.28823	1.665786	0.009861	0.036125
9	9.152556	98.28500	1.668932	0.009872	0.036191
10	9.154896	98.28350	1.670392	0.009881	0.036224

**Decomposição da variância para o DDIFE:**

Período	S.E.	VIX	DDIFE	DAOIMD	DCAMBIO
1	3.119790	0.024055	99.97595	0.000000	0.000000
2	3.162915	0.113147	99.58692	0.109510	0.190422
3	3.167405	0.333838	99.35237	0.123052	0.190745
4	3.168682	0.395069	99.28157	0.130391	0.192969
5	3.169512	0.443593	99.23089	0.132419	0.193099
6	3.169779	0.457784	99.21542	0.133417	0.193378
7	3.169946	0.467725	99.20521	0.133683	0.193384
8	3.170004	0.470902	99.20185	0.133823	0.193425
9	3.170038	0.472950	99.19977	0.133857	0.193424
10	3.170050	0.473654	99.19904	0.133876	0.193430

**Decomposição da variância para o DAOIMD:**

Período	S.E.	VIX	DDIFE	DAOIMD	DCAMBIO
1	4.51E+09	13.72427	0.155718	86.12001	0.000000
2	5.58E+09	15.32942	0.407210	80.57410	3.689274
3	5.94E+09	15.18168	0.643969	79.32277	4.851586
4	6.07E+09	15.33488	0.696089	78.75754	5.211496
5	6.12E+09	15.30745	0.722840	78.62482	5.344883
6	6.14E+09	15.33117	0.729251	78.54916	5.390413
7	6.14E+09	15.32615	0.732974	78.53251	5.408367
8	6.15E+09	15.33005	0.733790	78.52165	5.414504
9	6.15E+09	15.32915	0.734326	78.51954	5.416983
10	6.15E+09	15.32980	0.734429	78.51795	5.417816

**Decomposição da variância para o DCAMBIO:**

Período	S.E.	VIX	DDIFE	DAOIMD	DCAMBIO
1	0.258708	0.000362	0.849692	0.112751	99.03719
2	0.261848	0.014051	1.522609	1.690201	96.77314
3	0.263842	0.623586	1.515585	2.433103	95.42773
4	0.264335	0.621834	1.528068	2.719058	95.13104
5	0.264640	0.723863	1.525126	2.819469	94.93154
6	0.264711	0.723618	1.527811	2.858804	94.88977
7	0.264757	0.741286	1.527302	2.872402	94.85901
8	0.264767	0.741435	1.527768	2.877821	94.85298
9	0.264775	0.744578	1.527684	2.879660	94.84808
10	0.264776	0.744668	1.527765	2.880407	94.84716

**Cholesky Ordering: VIX DDIFE DAOIMD DCAMBIO**

#### 4 COOPERAÇÃO FINANCEIRA REGIONAL E A SOLUÇÃO DO PROBLEMA DA VULNERABILIDADE EXTERNA

A discussão da integração econômica para países da América do Sul foi originada nos anos 1950, a partir de um projeto liderado pela Comissão Econômica para a América Latina (Cepal). Na época, o projeto visava à criação de um mercado comum latino-americano, com o intuito de romper com o quadro de baixo crescimento produtivo e insuficiente dinamismo econômico até então vigente nos países latino-americanos, além de buscar uma ampliação do mercado consumidor e da diversidade dos produtos produzidos.

Entretanto, ao longo dos anos, este projeto ganhou várias formas, tendo passado pelo chamado regionalismo protetor e seguido para o regionalismo aberto, regionalismo pós-liberal e, por fim, surgiu, nos anos 2000, o “novo regionalismo”. A evolução do chamado “regionalismo protetor” até o “novo regionalismo” está ligada ao contexto histórico, mas também ao aumento da importância do componente financeiro, dentro de um mundo de finanças globalizadas e cada vez mais liberalizadas. O “novo regionalismo” é um novo “modelo” de integração econômica e um dos seus pilares é a cooperação financeira regional.

Ao longo da década de 1990 surgiram na América do Sul esquemas de integração regional, entre os quais, o Mercado Comum do Sul (Mercosul). Como vimos no capítulo anterior, esta década foi marcada por um amplo processo de globalização financeira. Mesmo tendo havido um aumento das conexões dos países periféricos ao circuito da globalização financeira, através da abertura comercial e financeira dos mercados destes países, este processo não resolveu os problemas crônicos de falta de recursos para o financiamento de longo prazo (DEOS et al., 2013).

O formato mais recente da abordagem da integração econômica, o “novo regionalismo”, se desenvolveu ao longo dos anos 2000. Podemos citar ao longo dos últimos anos instituições como o Banco do Sul, a Corporação Andina de Fomento (CAF) e o Fundo Latino-Americano (Flar) como alguns dos mecanismos que vêm sendo criados por esta nova proposta. O presente capítulo busca questionar os limites e contribuições que a institucionalidade vinculada a esta nova visão de integração econômica tem sobre a questão da vulnerabilidade financeira dos países periféricos e levantar as principais instituições existentes no âmbito da América do Sul, sua evolução

e sua atuação ao longo do tempo para avaliar se elas poderiam se colocar como proteções à vulnerabilidade.

Um dos pontos importantes da análise destes novos mecanismos é o fato de que se trata de diferentes formatos de intervenção quanto à integração e, por isto, devemos analisar os diferentes tipos, sendo que o faremos a partir da classificação proposta pela Unctad (2007). Em segundo lugar, é importante observar a existência de fortes disparidades entre os países da região, sendo que isto influencia significativamente na análise. Ressaltar que os países são heterogêneos e que devem, portanto, ter certa independência também é um aspecto importante.

Em termos gerais, trata-se de examinar as iniciativas regionais tanto para fazer frente aos obstáculos externos de ordem financeira ao desenvolvimento, quanto para suprir as demandas de financiamento das demais dimensões do processo de integração: comercial, produtiva, logística de transportes, etc.

A partir daí, a hipótese é a de que as instituições existentes e a proposta de integração financeira são importantes como um elemento de suporte nos fatores de contágio regional e de financiamento do desenvolvimento. No entanto, busca-se provar aqui que seu papel é limitado para combater a vulnerabilidade de países da região que atraem e necessitam de fluxos de capitais em altos volumes.

O capítulo está dividido em quatro seções além desta introdução. Inicia-se a análise apresentando a evolução do debate de integração econômica na América do Sul, para chegar ao período dos anos 2000, durante o qual passa a dominar a perspectiva do “novo regionalismo” e da importância da cooperação financeira neste contexto para a redução da vulnerabilidade.

A seguir, descreve-se quais são as principais institucionalidades da integração financeira existentes para balizar o estudo posterior. Nesta parte do estudo será apresentada a evolução das principais instituições, sendo que problematizamos estes resultados, principalmente comparando como elas influem na dinâmica dos países de menor porte e dos de médio e grande porte.

Na sequência, aborda-se o avanço da discussão de vulnerabilidade e o debate sobre controle de capitais, que é uma das alternativas viáveis para monitorar a grande entrada de fluxos nos países, sendo, portanto, um aspecto válido na regulação da fragilidade financeira. Entretanto, a interpretação dos defensores dos controles de

capitais é distinta daquela levantada por Keynes e pelos autores pós-keynesianos, perspectiva adotada neste capítulo. Além do mais, a consideração que fazemos é a de que os controles de capitais têm sido usados por vários países, mas não se tem também observado uma efetiva redução da vulnerabilidade externa.

Este capítulo termina retomando as principais conclusões e problematizando a questão da vulnerabilidade externa de países periféricos, sem moeda forte, que recebem magnitudes vultosas de fluxos financeiros.

#### **4.1 A evolução histórica do processo de integração da América do Sul até chegar ao “novo regionalismo”**

Ao analisar o debate da integração na América do Sul é possível identificar duas grandes concepções acerca da sua importância e do seu perfil: uma “liberal” e outra “desenvolvimentista” (CIA, 2012). O primeiro caso está ligado a ideias vinculadas a modelos “ortodoxos”, a partir dos quais os mercados tendem ao equilíbrio, não havendo sentido em se falar em “casos específicos de países periféricos”. De outra parte, a visão “desenvolvimentista” é compatível com modelos heterodoxos (keynesianos, kaleckianos, kaldorianos, neoshumpeterianos), para os quais a economia é intrinsecamente desequilibrada, sendo o papel do estado fundamental para o crescimento. Ademais, este tipo de discussão é compatível com a análise que trata a especificidade dos países que se industrializaram em etapas mais atrasadas, a partir de economias primário-exportadoras.

Para além da distinção entre as visões “liberal” e “desenvolvimentista”, cabe destacar o caráter da integração na região ligado ao posicionamento da Cepal em relação à integração regional, sendo que esta discussão apresenta diferentes matizes ao longo do tempo, ora apresentando uma dominância mais liberal, ora mais desenvolvimentista.

Neste contexto, Braga (2001) distingue duas grandes fases do pensamento da Cepal sobre a integração econômica regional latino-americana. A primeira analisa a integração econômica como parte da estratégia de desenvolvimento econômico e, em particular, do processo de substituição de importações adotado na América do Sul na década de 1950. Tais políticas cepalinas ficaram conhecidas como “Regionalismo Protetor” (MORALES FARJADO, 2007, p. 67).

A concepção parte da especificidade dos países periféricos da América do Sul e da situação estrutural de subdesenvolvimento cristalizada na exportação de produtos primários. Invoca-se o papel ativo do Estado em sua ação “desenvolvimentista” e a ação da integração se une a esta perspectiva, destacando-se a importância da complementariedade no comércio intra-regional.

Já a segunda fase da Cepal é caracterizada pela defesa do chamado “regionalismo aberto” dos anos 1990, sendo que se busca na integração regional uma maior inserção das economias latino-americanas na economia internacional. Esta segunda fase do pensamento da Cepal é classificada como a fase “liberal” do processo de integração regional (CIA, 2012).

Cabe salientar que ainda se pode indicar a existência de uma terceira fase do pensamento da Cepal caracterizada como “regionalismo pós-liberal” (SANAHUJA, 2010, p. 95 ss.). Essa nova fase caracteriza-se pelo retorno do papel do Estado, visto como ator regulador dos mercados. O debate do regionalismo integra a retomada da agenda de desenvolvimento regional a partir do viés histórico cepalino em que se destaca a especificidade dos países periféricos (especialmente os da América do Sul). Ademais, no novo debate, a cooperação avança em âmbitos não estritamente comerciais, incorporando a perspectiva social, e na busca por uma agenda de paz e segurança regional. Assim, esta nova proposta volta a ter o chamado viés “desenvolvimentista” do processo de integração regional. Vejamos agora com mais detalhe as três fases.

#### **4.1.1 O regionalismo protetor**

Desde sua criação, em 1948, o principal objetivo da Cepal tem sido a elaboração de projetos, a fim de promover o desenvolvimento econômico da América do Sul, visando sua inserção no comércio internacional de modo competitivo e sustentável. Segundo Corazza (2006, p. 137), nos primeiros anos que se seguiram à sua criação, a instituição ocupou-se em fazer uma análise das causas do subdesenvolvimento da região por meio de um enfoque histórico-estruturalista, utilizando-se do conceito centro-periferia, criado por Raul Prebisch.

Os trabalhos pioneiros da Cepal destacam a importância da industrialização na América do Sul, como forma de avanço do desenvolvimento dos países da região. A defesa da industrialização está baseada em três pilares (BRAGA, 2001): (i) necessidade

de absorção de mão de obra; (ii) as vantagens advindas de externalidades positivas geradas pela industrialização no tocante à difusão tecnológica e elevação da produtividade e (iii) a necessidade de se romper com o ciclo de deterioração dos termos de troca.

Nesta perspectiva, a análise cepalina indicava a política de substituição de importações como a mais adequada ao quadro latino-americano, tendo como objetivo alcançar uma estrutura produtiva mais eficiente, de forma a permitir um melhor posicionamento dessas economias no comércio internacional.

Assim, a partir de 1950, a Cepal elaborou um projeto de integração regional para a criação de um mercado comum latino-americano. Esta proposta pretendia romper com o quadro de baixo crescimento produtivo e insuficiente dinamismo econômico até então vigente nos países latino-americanos, com vistas a uma ampliação do mercado consumidor e da diversidade dos produtos produzidos.

Neste contexto, a Cepal enxergava a formação de um bloco econômico na América do Sul como uma condição necessária a uma industrialização já que, devido à imposição de uma competição entre as organizações industriais, estas se tornariam mais eficientes, processo este construído a partir do aproveitamento de economias de escalas na produção, viabilizadas pela ampliação dos mercados e pelas vantagens da especialização.

Ademais, a análise cepalina destacava também que a integração econômica na região teria outro importante objetivo: o de atenuar a vulnerabilidade externa dos países envolvidos ao possibilitar mais alternativas de exportações. Note-se que a vulnerabilidade externa advinha essencialmente dos problemas de restrição externa ligados à deterioração dos termos de intercâmbio. Neste sentido, as propostas relativas aos acordos e instituições de integração centravam-se essencialmente nas relações comerciais, incorporando muito pouco de elementos financeiros.

Esta integração latino-americana idealizada pela Cepal não foi consolidada, de fato. Concretamente, a avaliação é a de que apenas propostas como a do Caribe (Comunidade do Caribe – Caricom) e da América Central (Mercado Comum da América Central) teriam tido influência direta desta perspectiva mais ampla de integração, que incorporava a dinâmica macroeconômica e de desenvolvimento conjunto (CIA, 2012).

De outro lado, no que concerne apenas à dimensão comercial, pode-se destacar que ela se materializou em iniciativas concretas, como a criação da Associação Latino-Americana de Livre Comércio (ALALC). A partir dela, Argentina, Brasil, Chile, México, Paraguai, Peru e Uruguai pretendiam criar uma área de livre comércio na América Latina, mas esta iniciativa também se mostrou frustrada. Em 1970, a ALALC se expandiu com a adesão de novos países: Bolívia, Colômbia, Equador e Venezuela. Em 1980, a ALALC se tornou ALADI e permaneceu com essa composição até 1999, quando Cuba passou a integrar o grupo.

Outro movimento importante foi a criação do chamado “Pacto Andino”, em 1969. O Pacto começou englobando Bolívia, Chile, Equador, Colômbia e Peru. Em 1973, a Venezuela tornou-se sócio e o Chile, em 1977, deixou o bloco por conta da política econômica de Pinochet.

Os anos 1970 foram caracterizados como os de facilitação dos empréstimos dos Bancos Internacionais, especialmente a partir do avanço do euromercado e das ondas de liquidez provocadas pelos petrodólares. Foi o período de crescimento da dívida externa desses países (marcada pelo crescimento dos créditos com juros pós-fixados) e de forte avanço inflacionário interno. De outra parte, o fim dos anos 1970 marca também o fim da fase de liquidez, a partir do crescimento abrupto da taxa de juros básica dos Estados Unidos, decretada pelo na época ministro Paul Volcker. O imediato crescimento das necessidades de pagamento de juros sobre os balanços de pagamentos dos países endividados e a retração dos créditos dirigidos marcam o início da problematização da dívida externa desses países.

Assim, os anos 1980 foram caracterizados por discussões a respeito do endividamento externo, dependência e inflação. O amadurecimento dos efeitos desses problemas sobre o processo de integração na região só viria mais tarde, com a consolidação dos diagnósticos acerca da crise e ajuste na América Latina.

O regionalismo protetor caracteriza-se, portanto, como uma fase do pensamento da Cepal em que o componente financeiro não era identificado como o principal causador da vulnerabilidade externa. A concepção de vulnerabilidade<sup>63</sup> está ligada, assim, aos aspectos de restrição externa relacionados a especificidades que os países

---

<sup>63</sup> Entendendo-se aqui vulnerabilidade externa como a baixa capacidade da economia doméstica de enfrentamento de choques ou de fatores instabilizadores externos.

periféricos têm estruturalmente. Para melhor entender esta relação haverá, mais à frente, um ensaio sobre os aspectos ligados ao debate da restrição externa do balanço de pagamentos.

Nesta fase, acreditava-se que a vulnerabilidade estava ligada a fatores estruturais das economias. Primeiramente, por serem caracterizadas por um setor exportador muito ligado a produtos agrícolas e em segundo lugar devido à grande associação do setor industrial nacional ao capital estrangeiro, que impedia o desenvolvimento de novas tecnologias que permitissem o desenvolvimento de um parque industrial mais complexo.

#### **4.1.2 O regionalismo aberto**

A partir dos anos 1990, passou a dominar a lógica de liberalização dos mercados, sendo que a própria Cepal ajusta sua discussão a esta perspectiva. Cresce o “consenso” da necessidade, na região, de se buscar uma melhor inserção produtiva e tecnológica na economia mundial e, neste contexto, as preocupações voltam-se para a necessidade de se melhorar a produtividade na economia, tornando mais competitiva as empresas nacionais no âmbito do comércio internacional.

Neste período, os projetos de integração regional foram fortemente influenciados pelas políticas neoliberais ligadas ao diagnóstico do Consenso de Washington e deram origem ao que foi chamado de “Regionalismo Aberto”. As iniciativas de integração regional se resumiram basicamente à defesa de acordos de livre comércio, visando à formação de uniões aduaneiras. Esse foi o caso do Mercosul e da Comunidade Andina de Nações (CAN). O melhor exemplo da expressão das políticas neoliberais nas iniciativas de integração é a Área de Livre Comércio das Américas (Alca), proposta de integração continental apresentada pelos Estados Unidos em meados da década de 1990 e que acabou não se materializando (SERBIN, 2010, p. 8).

Esta abordagem teórica que entorna esta fase do regionalismo entende que a vulnerabilidade externa dos países está ligada à existência de “maus fundamentos macroeconômicos” (alta relação DLSP/PIB, alta inflação, excessiva expansão monetária). Seguindo esta perspectiva, a literatura indica que é necessário atenuar estas imperfeições de mercado, sendo considerada aceitável uma intervenção estatal corretiva, no sentido de gerar instrumentos de regulação preventiva, de melhorar aspectos institucionais dos mercados domésticos, de conduzir reformas

microeconômicas consideradas necessárias, de supervisionar as instituições financeiras para estas apresentem maior transparência e para que tenham um comportamento mais cuidadoso. Note-se que a visão é a de que o Estado deveria agir gerando apoio regulatório e de supervisão, sendo que a adoção de restrições à liberalização é rejeitada.

Diante do cenário de domínio das ideias não intervencionistas, adaptaram-se as propostas da Cepal, cujo enfoque passou a ser *transformação produtiva com equidade* (CEPAL, 1990), visando à conquista de uma maior competitividade internacional através das inovações tecnológicas nos processos produtivos. Desta forma, o novo enfoque busca a inserção dos países numa economia internacional, que cada vez mais estaria caminhando em direção ao livre comércio. Por outro lado, o bloco continua a ser visto como um mecanismo de defesa, já que há um movimento de formação de blocos econômicos também entre os países desenvolvidos.

Assim, o Mercosul se estruturou a partir de uma visão do regionalismo aberto como uma tentativa de se implementar uma integração econômica que procurasse produzir apenas o efeito de criação de comércio. Este modelo seria, portanto, menos protecionista do que a união europeia e ainda sem a cooperação ou a imposição de uma identidade supranacional, porém, mais profundo e abrangente do que o modelo do Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (Nafta).

Cabe comentar que um diferencial importante entre a primeira e a segunda fase, ou seja, do regionalismo protetor para o regionalismo aberto, está no fato de que os países que compõem o bloco já haviam passado por processos de industrialização. Outra diferença marcante é o papel oferecido ao empresariado privado. O Estado passa a não ser o agente central do direcionamento do processo de desenvolvimento. Na verdade, caberia ao Estado, portanto, um papel de coordenação, fornecendo estímulo aos acordos setoriais, além da criação de condições adequadas para um maior intercâmbio produtivo.

No que concerne ao aspecto financeiro da regionalização, na visão convencional clássica, a suposição é a de que, abolidas as restrições às movimentações financeiras internacionais, os fluxos de capital (de curto e longo prazos, incluindo investimentos diretos) direcionam-se, automaticamente, às melhores oportunidades de rendimento (BIANCARELI, 2007).

Assim, vemos que é no contexto desta segunda fase do regionalismo que o Mercado Comum do Sul (Mercosul) surge e avança. Esta fase apresentou êxitos, uma vez que houve avanço da integração comercial do grupo. No entanto, vale lembrar que este resultado dependeu, em grande parte, do momento histórico da resolução das negociações das dívidas externas, da volta da liquidez internacional e do crescimento mundial observado. Na verdade, a isto ainda se agregou a volta paulatina da estabilidade macroeconômica, que permitiu que os países do bloco se beneficiassem da dinâmica regional.

Nesta fase do regionalismo, entendia-se que a “vulnerabilidade” externa dos países estava ligada à presença de maus fundamentos que seriam corrigidos pela adoção de medidas de caráter ortodoxo propostas pelo consenso de Washington. Seguindo esta perspectiva, a literatura indica que, para atenuar a vulnerabilidade externa, é necessário corrigir as imperfeições de mercado, ainda que, como já salientado, fosse aceita uma intervenção estatal corretiva, mas mantendo-se a liberalização dos mercados.

A não intervenção do Estado, a abertura econômica e a retirada de subsídios são tratados como fatores essenciais para a saída de tal situação. Os “bons fundamentos macroeconômicos” atrairiam os recursos, sendo que as crises teriam sido geradas por falhas de gestão ou fragilidades domésticas. A partir daí, as “reformas” necessárias para que os países periféricos voltassem a atrair capitais após a crise da dívida da década de 1980 deveriam se concentrar no ajuste interno dos países receptores de capitais.

#### **4.1.3 O regionalismo pós-liberal**

De acordo com Motta Veiga e Ríos (2007, p. 15-16), na segunda metade da década de 1990, as sucessivas crises econômicas e os impactos negativos enfrentados pelos países sul-americanos despertaram questionamentos ao modelo liberal vigente desde aquela década. A defesa da integração da América do Sul passou a uma nova tendência, mais próxima das postulações de origem desenvolvimentista. Essas novas tendências integraram o que ficou conhecido como “regionalismo pós-liberal”.

Segundo Porta (2008), a partir de 1998, se dá também início à nova fase do Mercosul, sendo ela marcada por um período de crise nos países do bloco ao final dos anos 1990. Neste momento ficou evidente que as reformas liberais implementadas na primeira metade da década haviam provocado um aumento da vulnerabilidade externa e da dependência financeira dos países.

O regionalismo pós-liberal caracteriza-se por estar vinculado a uma crítica ampla ao paradigma liberal que inspirava as iniciativas de integração intra-regionais durante os anos 1990, mas também grande parte da agenda doméstica de política econômica nos países da região. Mais tarde esta proposta “evoluiu” para tornar-se o “novo regionalismo”. Essa proposta mais recente incorpora a visão da cooperação financeira como um mecanismo para lidar com problemas como a baixa disponibilidade de recursos para o financiamento do desenvolvimento, assim como pode funcionar como um mecanismo anticíclico em situações de crise, já que facilitaria o acesso dos países à liquidez. Trabalha-se com a hipótese de que os países, ao adotarem medidas de cooperação financeira, ficariam mais protegidos contra os impactos dos ciclos econômicos e das crises financeiras.

Uma característica marcante destas novas propostas é a posição de enfrentamento de que se revestem relativamente à Alca (DE PÁDUA, 2012). Esta nova visão argumenta que a integração econômica nos moldes liberais promoveria um aprofundamento das divergências existentes entre os países, principalmente considerando-se que os países da América do Sul produzem majoritariamente produtos primários. Retorna-se à discussão seminal da Cepal, a partir da qual o setor industrial não iria avançar por si só ao abrirem-se as barreiras aduaneiras. Volta-se à ideia de que, para o êxito do processo, deve haver complementaridade entre as estruturas produtivas, bem como entre as pautas de exportação, dos países nele envolvidos (UNCTAD, 2007).

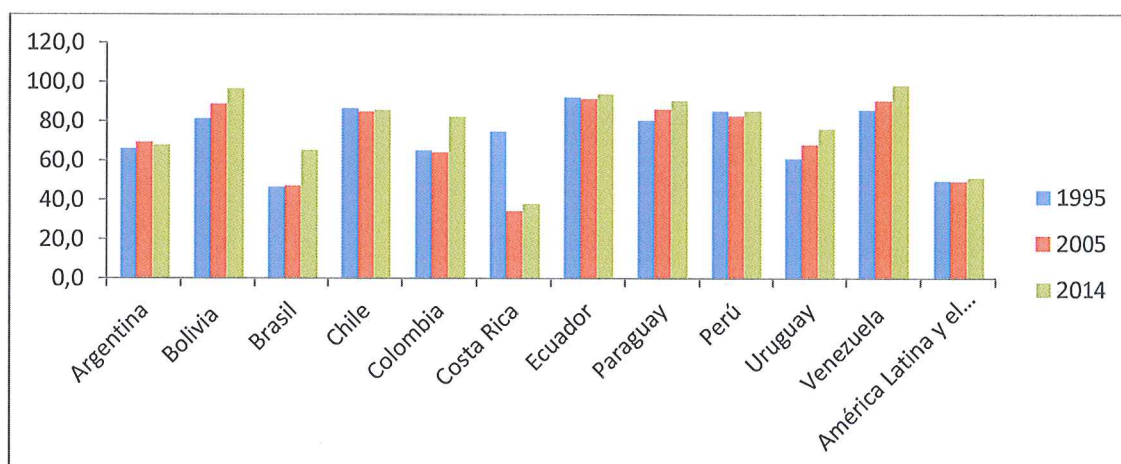
Note-se, ademais, que esta nova perspectiva acerca da integração está também contida em um contexto de um cenário mundial específico no qual se destacam:

- (a) O crescimento da inserção da China no comércio mundial, que ocasionou uma valorização das *commodities* e uma forte entrada dos produtos manufaturados chineses nos mercados mundiais;
- (b) O crescimento mundial e do próprio comércio, que perdurou até 2008;
- (c) O ajuste interno dos países da América do Sul e a volta dos capitais de forma expressiva para eles mesmos.

Como consequência desse processo, podemos observar pelo Gráfico 4.1 que a participação de produtos primários na pauta de exportações tem crescido bastante nos últimos anos na América do Sul. Tomando-se a região como um todo, depois de 2005 observou-se uma rápida melhoria da balança comercial dos países, porém, com piora do

perfil do comércio, havendo um crescimento da participação dos produtos primários nas exportações.

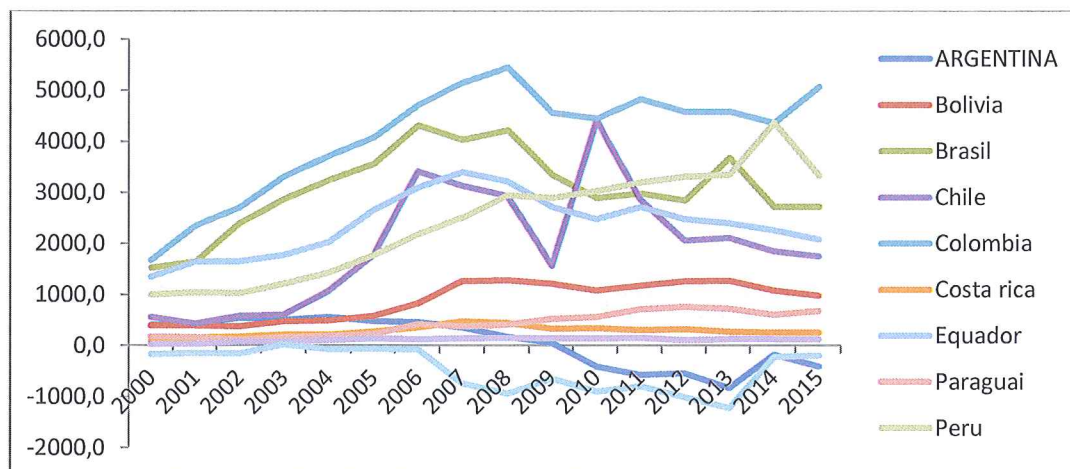
**Gráfico 4.1: Participação dos produtos primários nas exportações (alguns países da América do Sul) – em %**



Fonte : construído pelo autor à partir da base de dados da Cepal – CEPALSTAT

Analisando-se o comportamento dos países no Gráfico 4.1, é possível notar que o que ocorreu, em geral, foi que as condições internacionais levaram à rápida resposta dos produtos básicos aos estímulos externos (especialmente do *agrobusiness*). No entanto, houve fraco desempenho da indústria nas exportações, abrindo-se flanco para a discussão da possível existência de um processo de “desindustrialização”.

De qualquer forma, o período que vai de 2003 a 2008 foi marcado pela melhora substantiva dos resultados das balanças comerciais dos países da região e de altos superávits nos balanços de pagamentos, com fortes ingressos de capitais e destaque para os investimentos em carteira e os investimentos diretos.

**Gráfico 4.2: Transações correntes (em US milhões de dólares)**

Fonte: cepalstat

O debate do crescimento com restrição externa retorna com mais vigor, em conjunto com a preocupação da piora do perfil das indústrias nacionais. As indicações sobre a importância da política cambial e industrial são recolocadas como fundamentais. No entanto, mais do que isto, se retoma o debate sobre a importância da integração regional.

A outra questão central do debate que envolve a complexidade dos países periféricos funda-se na análise da vulnerabilidade financeira que acomete os países que não têm moeda forte e que se encontram em uma situação de hierarquia subordinada de moeda.

A percepção desta dinâmica ao longo dos anos 1990 e a sua permanência no início dos anos 2000 abriram o retorno do debate acerca da continuidade da vulnerabilidade financeira dos países periféricos, sendo que a integração financeira passou a ser um dos focos importantes do debate para a sua redução. Um dos defensores desta perspectiva tem sido Ocampo<sup>64</sup>, que esteve à frente da Cepal e que passou a liderar várias intervenções que serão referenciadas ao longo da discussão do “novo regionalismo”, que avança na centralidade da integração financeira. Paralelamente, a Unctad também passou a ser um dos organismos a planejar esta discussão, como será destacado.

<sup>64</sup> Ver Ocampo (2006, 2010 e 2012).

Além da questão da integração financeira, outro aspecto já citado do “novo regionalismo” refere-se à visão de que a integração deve incorporar aspectos sociais e de redução das disparidades inter-regionais. Com base nesta concepção é que no contexto do regionalismo pós-liberal inserem-se as propostas da União Sul-americana de Nações (Unasul) e da Aliança Bolivariana para os Povos de Nossa América – Tratado de Comércio dos Povos (Alba-TCP) e a Iniciativa para a Integração da Infraestrutura Regional Sul (IIRSA).

De fato, estas instituições têm uma característica marcante: a posição de enfrentamento de que se revestem relativamente à Alca (DE PÁDUA, 2012, p. 13) e de enfrentamento à lógica de ganho dos mercados financeiros mundiais sobre os países periféricos. É a partir daí que é defendido o avanço da cooperação monetária e financeira entre países em desenvolvimento, numa linha de “nova integração”, que vem se desenvolvendo especialmente desde 2006, da qual a criação da Unasul e de suas propostas são o símbolo.

Durante esta fase do regionalismo, o conceito de vulnerabilidade já apresenta um componente financeiro bastante presente. É destacado que a fragilidade financeira dos países da América do Sul está ligada a aspectos fora do controle e que a abertura comercial e financeira aprofundou este processo. Nesta fase, argumenta-se que a vulnerabilidade conecta-se à existência de hierarquias monetárias internacionais, ao papel da criação de moeda a partir de operações contábeis, extravasando as fronteiras nacionais e a existência de especulação no mercado de capitais.

Como argumentamos nos capítulos anteriores, os países da América do Sul, por não apresentarem moedas fortes, precisam oferecer grandes diferenciais de juros para atrair fluxos de capitais. Estes fluxos que se destinam a estes países apresentam um perfil de “curto prazo”, uma vez que sofrem reversões abruptas de acordo com o comportamento dos mercados financeiros globais buscando uma “volta à liquidez” sempre que há uma reversão de expectativas, logo, trata-se de fluxos especulativos. A presença deste tipo de capital nos países periféricos gera a fragilidade financeira, pois, independentemente de estarem com seus indicadores macroeconômicos estáveis e oferecerem diferenciais de juros muito elevadas, os países estão sujeitos a uma rápida fuga de capitais, de acordo com o comportamento de países que apresentam moedas mais fortes.

O “novo regionalismo” surge como uma continuação do próprio regionalismo pós-liberal, apresentando, portanto, a mesma visão em termos do conceito de vulnerabilidade, mas apenas tratando a questão financeira com mais destaque.

#### 4.1.4 O “novo regionalismo”

Esta etapa do processo de integração financeira envolve a crítica à abertura comercial e financeira e o destaque ao fato de que os fluxos financeiros são altamente especulativos, de forma compatível com a perspectiva teórica indicada acima. O debate do “novo regionalismo” engloba, assim, as questões financeiras, com uma forte crítica também aos organismos multilaterais em sua forma de atuação. Seguindo esta crítica, o “novo regionalismo” retoma a discussão referente à importância do papel do Estado para a superação dos entraves encontrados pelos países da América do Sul e, mais uma vez, esta discussão é compatível com a perspectiva keynesiana e pós-keynesiana.

A “nova integração regional” funciona pela promoção de um “comércio estratégico” que consiste em articular uma estrutura produtiva voltada para um tipo de exportação que atenda aos interesses dos países da região. Concerne, sim, a criação de novos fluxos comerciais, porém, de maneira distinta da proposta pela “corrente convencional”, uma vez que busca a complementariedade produtiva (MEDEIROS, 2008). Deve-se salientar que a nova discussão que se apresenta em termos do regionalismo envolve três frentes de discussão:

(i) os limites estruturais ao desenvolvimento estabelecido pela estrutura produtiva interna aos países e que leva a problemas de restrição externa (questão já levantada pelo “regionalismo protetor”), segundo Ocampo (2006);

(ii) a incorporação mais explícita da problemática da instabilidade financeira e da situação subordinada dos países periféricos da região nesta dinâmica;

(iii) a incorporação dos aspectos de distribuição de renda e do avanço social, envolvendo, em alguns casos, a crítica ao próprio capitalismo<sup>65</sup>.

Destacadas estas questões, seguimos a discussão com a apresentação dos três projetos regionais para América do Sul. O primeiro proposto pelos EUA; o segundo, proposto pelo Brasil e o terceiro, pela Venezuela.

---

<sup>65</sup> No que se refere a este terceiro aspecto, podemos dizer que, especialmente no caso das análises efetuadas a partir da Venezuela, a discussão envolve a crítica ao capitalismo e, neste caso, a perspectiva teórica marxista.

#### 4.1.4.1 Os diferentes projetos que coexistem na América do Sul

É possível observar com mais detalhe as diferenças entre os projetos no Quadro 4.1. As diferentes formas de integração sugeridas por estes três países são advindas de fundamentos e concepções teóricas distintos em relação a como o comércio mundial funciona e afeta o desenvolvimento econômico dos países.

**Quadro 4.1 Projetos financeiros regionais: EUA, Venezuela e Brasil**

Dimensão	Aspecto	Projeto financeiro dos EUA	Projeto financeiro Venezuela	Projeto financeiro Brasil
Regulação financeira doméstica	Propriedade Bancária	Privada	Pública	Mista
	Mercado de Capitais	Desenvolvido	Pouco desenvolvido	Desenvolvido
	Independência Banco Central	<i>De jure</i>	Subordinado à dimensão política	De facto
Inserção na arquitetura financeira	Controles de Capitais	Ausente	Presente	Temporário
	Contratos Internacionais	Devem ser honrados	Podem ser renegociados ou até quebrados, dependendo do contexto	Devem ser honrados, mas não têm caráter de acordos formais
Governança financeira multilateral	Atuação nas IFIs existentes	Preservação do status quo	NARF (Nova Arquitetura Financeira Regional)	Ampliação da representação dos países em desenvolvimento
	Novas instituições financeiras	-	Essencial	Desejável

Fonte : Cia(2012) p.41

A proposta norte-americana para a cooperação financeira dos países sul-americanos vem de uma linha teórica compatível com o regionalismo aberto. Por outro lado, tanto a proposta brasileira, como a venezuelana apresentam aspectos que partem da discussão de vulnerabilidade externa e de subordinação dos países periféricos, incorporando a visão de restrição externa historicamente colocada pela Cepal, mas mais explicitamente os aspectos monetários e financeiros da abordagem keynesiana e pós-keynesiana.

A visão brasileira parte de uma concepção “desenvolvimentista”, destacando a importância da ação do Estado no marco do próprio modo de produção capitalista. Segundo Cunha et al. (2008),

[...] não se trata de um retorno puro e simples ao nacional-desenvolvimentismo do pós-guerra, especialmente no que se refere ao papel do Estado como produtor de bens e serviços e fonte exclusiva de estímulos creditícios e fiscais, num ambiente marcado por um menor grau de abertura econômica. O desafio posto é o de combinar crescimento com equidade social levando-se em conta os processos mais gerais de globalização de rigidez das relações de poder na esfera internacional (p. 7).

Paralelamente, a visão venezuelana é mais radical, na medida em que contesta o próprio marco capitalista e prega intervenções do Estado mais profundas, inclusive envolvendo a estatização de espaços privados. Nesta mesma direção é que os mecanismos institucionais propostos para a integração da América do Sul avançam nas propostas de ruptura com os organismos multilaterais globais e enfatizam o sentido de igualdade entre os membros, independente de tamanho ou poder.

Note-se que a partir da proposta venezuelana de cooperação financeira foi sugerida a criação do Banco do Sul, que em seu projeto inicial corresponderia a um fundo monetário regional, além de ofertador de empréstimos para o desenvolvimento. Desde a sua criação, o perfil do banco gerou desacordos entre os governos dos países participantes, atrasando a sua própria efetivação.

O governo venezuelano argumentava que o Banco do Sul deveria funcionar como uma instituição de financiamento de longo prazo, mas também de empréstimos para resolver problemas de reservas, destacando a necessidade de se romper com a lógica de liberação de recursos do FMI.

Certamente que a proposta brasileira foi mais cautelosa do que a venezuelana, visto que não propõe a ruptura ou completa substituição dos órgãos multilaterais por novas instituições. Ademais, outro debate importante relacionou-se à discussão dos montantes dos depósitos dos signatários da formação do referido banco e do voto associado a cada um dos países. A proposta da Venezuela sempre foi a de “um país, um voto”, enquanto que o Brasil sempre foi relutante a esta ideia (CIA, 2012).

De qualquer forma, mesmo considerando estas divergências, que ainda permanecem, a proposta do Banco do Sul avançou, inclusive definindo-se os aportes iniciais de recursos. O nosso destaque para a criação do banco no marco do “novo regionalismo” deve-se ao fato de estar ligado aos países da Unasul, sendo que, ademais, tem o objetivo de fortalecer o financiamento do desenvolvimento, promovendo ações no sentido da redução das disparidades regionais e intra-regionais. Ou seja, é uma concepção que envolve o avanço social, para além do econômico, sendo este um dos aspectos que integra a ideia do “novo regionalismo”.

Ainda assim, para os propósitos do nosso trabalho, é preciso compreender que esta nova instituição vai se integrar ao marco de instituições já existentes concretamente, que conformarão a base para a chamada “integração regional financeira”.

Ocampo (2006) argumenta que uma cooperação financeira no âmbito regional seria de fundamental relevância na redução da vulnerabilidade externa e para preservar certo grau de autonomia. Para isso, sugere o aprofundamento de instrumentos de cooperação macroeconômica e financeira, como os fundos regionais de reserva e acordos de crédito recíprocos, além da instituição de bancos de desenvolvimento.

Mesmo colocadas estas diferenças seminais entre os projetos do Brasil e da Venezuela, as duas lideranças lutam pelo avanço da cooperação financeira, no marco da compreensão do crescimento da vulnerabilidade externa resultante da subordinação dos países periféricos em termos de hierarquia de moeda, vertente esta adotada nesta tese.

De acordo com esta vertente, as propostas de integração financeira seriam importantes no combate aos problemas ligados à vulnerabilidade externa dos países periféricos. Ocampo (2006) resume bem as quatro frentes de atuação importantes para este tipo de integração.

O primeiro grupo de argumentos enfatiza a necessidade de cooperação como uma medida de proteção contra a ocorrência de crises cambiais. A ideia é a de que a diminuição da assimetria no âmbito regional reduz os riscos creditícios dos países. O segundo grupo destaca a necessidade de complementariedade entre instituições regionais e internacionais e argumenta que o FMI não consegue atender às necessidades dos países emergentes tanto em termos de monitoramento como na provisão de liquidez em tempos de crise, daí o papel complementar das instituições regionais. O terceiro grupo elucida a necessidade de competição entre a esfera regional e a global de maneira a melhor atender as necessidades dos países em desenvolvimento. O último grupo argumenta que os países em desenvolvimento apresentam pouca influência nas agências multilaterais globais, o que dificulta a legitimidade e aceitação das recomendações feitas por estes órgãos.

Assim, o marco do “novo regionalismo” incorpora tanto as questões de avanço social, quanto as questões que envolvem a centralidade do debate da cooperação financeira, que é o foco da discussão desenvolvida ao longo da tese. As propostas de cooperação financeira apresentadas por esta nova fase do regionalismo englobam a construção de mecanismos de integração financeira regional que permitam aos países da região o acesso a recursos que podem ser importantes para ações anticíclicas em momentos de escassez de liquidez, assim como auxiliam os países a equilibrar seus balanços de pagamentos e realizar ações de desenvolvimento econômico. Funcionam, portanto, como uma boa alternativa para que os países-membros possam combater os efeitos do processo de liberalização econômica. O papel das instituições financeiras regionais seria o da redução da percepção de incertezas que cercam o mercado, agindo no sentido de melhorar as condições para a tomada das decisões de Gastos de Investimento.

Estes mecanismos têm ações de curto e longo prazo e funcionam principalmente para prover liquidez a países que têm dificuldade de obtê-la em momentos de escassez de recursos nas instituições multilaterais existentes – como é o caso dos países de menor porte da América do Sul –, além de controlar possíveis efeitos de contágio que possam se espalhar pela região, fator que torna relevante a participação de países de maior porte. Na seção seguinte, veremos então os principais mecanismos de integração existentes na América do Sul.

## 4.2 A integração financeira na América do Sul: Principais Instituições

### 4.2.1 Classificação

Seguindo basicamente a mesma linha de considerações indicada por Ocampo (2006) e citada acima, a Unctad (2007) propôs uma metodologia de análise dos mecanismos de integração financeira, mostrando que eles podem ser classificados em três tipos: (i) Mecanismos de curto prazo: facilitação de pagamentos e fundos regionais de reserva; (ii) Mecanismos de médio e longo prazos: financiamento do desenvolvimento como bancos regionais e mercados regionais de títulos e (iii) Cooperação macroeconômica e um caminho para uma moeda única, que engloba arranjos cambiais e uniões monetárias.

Na verdade, a Unctad destaca principalmente os dois primeiros mecanismos, e efetiva várias discussões para mostrar a importância deles no contexto de um mercado financeiro que é altamente influenciado por fatores conjunturais para o direcionamento dos recursos aos países periféricos.

Biancarelli (2010) ressalta que, em termos do terceiro aspecto, a experiência latino-americana teve pouco êxito. Em relação aos dois primeiros aspectos já existem iniciativas mais bem-sucedidas e vinculadas às novas institucionalidades construídas na América do Sul, especialmente no contexto da chamada “nova perspectiva de integração”. Vejamos no Quadro 4.2 as experiências concretas na América do Sul.

**Quadro 4.2: Experiências de integração econômica na América do Sul**

Classificação UNCTAD (2007)	Forma de atuação	Objetivo	Exemplo no contexto da América do Sul
<b>Grupo 1:</b> Facilitação de pagamentos e fundos regionais de reserva (impacto de curto prazo)	Uniões de pagamentos, caixas de compensação, acordos de crédito recíproco e fundos de reservas compartilhada.	Facilitar o comércio nacional e proporcionar liquidez em momentos de crise	FLAR (1978); CCR (1982); SML(2008) Sucre(2010)
<b>Grupo 2:</b> Financiamento do desenvolvimento como bancos regionais e mercados regionais de títulos (Impacto de médio e longo prazo)	Bancos de financiamento regional e sub-regional de desenvolvimento e os mercados de títulos regionais	Mobilizar recursos nos mercados de capitais privados para conceder empréstimos em melhores condições.	FOCEM (2004) ;Banco do Sul (2007); CAF(anos 1970) ;FONPLATA (1970).

<b>Grupo 3:</b> Cooperação macroeconômica e um caminho para uma moeda única (impacto de longo prazo)	Arranjos cambiais e uniões monetárias.	Estabilidade Macroeconômica	Mercosul ALALC-ALADI
--	--	-----------------------------	-------------------------

Fonte: Elaborado pelo autor seguindo BIANCARELI (2008 e 2010). CIA (2012) ) e classificação da UNCTAD (2007). \*entre colchetes esta o ano de implementação

Serão discutidas e analisadas a seguir as características de cada grupo de mecanismos proposto pela Unctad para a América do Sul. Como vimos, a arquitetura financeira regional envolvendo a América Latina e o Caribe é extensa, sendo que sua história esteve vinculada aos acordos de integração comercial (nem sempre exitosa). Estas instituições incluem bancos de desenvolvimento, um fundo de reservas e acordos de pagamento. Recentemente, o Banco do Sul está se integrando a esta institucionalidade, além de outras ações no marco da Unasul.

As instituições historicamente desenvolvidas atuaram de forma complementar às instituições globais, sendo que as ações recentes, especialmente as do Banco do Sul, têm o intuito de se colocar como um marco alternativo de financiamento. Um ponto importante a esclarecer é o de que as instituições existentes, em especial o Flar e a CAF, tiveram um papel anticíclico importante, quando consideramos a crise financeira de 2008-2009, mostrando seu potencial.

Neste sentido, apresenta-se a seguir a análise da evolução das liberações de recursos de longo prazo (bancos de desenvolvimento) e de curto prazo (financiamento do balanço de pagamentos), para observar a dinâmica e questionar seus limites enquanto instrumentos de redução da vulnerabilidade externa dos países da América do Sul e de, a partir daí, influenciarem na questão da restrição externa vinculada a elementos essencialmente financeiros discutidos nas partes anteriores da tese. Iremos também analisar a proposta da formação de uma moeda única e da integração macroeconômica da região, que é um dos pontos de discussão da Unctad. A apresentação dos dados pretende destacar as seguintes questões:

- (i) A importância da institucionalidade dos financiamentos dos bancos de desenvolvimento regionais para os países menores, superando inclusive os aportes tradicionais do BID e do Banco Mundial e a possível

complementariedade deles com o BNDES para o caso do financiamento de longo prazo.

- (ii) O papel anticíclico dos financiamentos de curto prazo para os países de menor porte;
- (iii) O limite desta institucionalidade para combater os problemas de liquidez de países que atraem magnitudes superiores de capital, em especial o Brasil;
- (iv) A dificuldade do avanço destas instituições sem a participação mais forte do Brasil no aporte de recursos.

#### 4.2.2 Sistemas de Facilitação de pagamentos e fundos regionais de reserva

No grupo 1, temos como principais instituições o Fundo Latino-Americano de Reservas (Flar)<sup>66</sup>, que consiste em um instrumento de compartilhamento de reservas e auxílio financeiro de curto prazo; o Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR), que proporciona a redução da demanda por divisas externas para operações comerciais no âmbito regional<sup>67</sup>; o Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML), que surgiu a partir de um acordo entre o Brasil e a Argentina para a utilização das moedas nacionais na compensação bilateral das transações comerciais<sup>68</sup> e, por último, o Sistema Único de Compensação Regional de Pagamentos (Sucre), que consiste em uma unidade monetária para o comércio entre os países-membros do bloco. Vale ressaltar que o Sucre não é uma moeda, não circulará e somente será utilizado pelos Bancos Centrais como forma de contabilizar o intercâmbio comercial.

Este tipo de cooperação tem como objetivo facilitar o comércio nacional e proporcionar liquidez em momentos de crise ou para amenizar problemas de restrição externa do Balanço de Pagamentos. Ocampo (2006) enumera os seguintes mecanismos: caixas de compensação, uniões de pagamentos, acordos de crédito recíproco e fundos de reservas compartilhadas.

---

<sup>66</sup> Criado em 1978, o Flar é composto por Bolívia, Colômbia, Costa Rica, Equador, Peru, Uruguai e Venezuela.

<sup>67</sup> Reúne como signatários os bancos centrais dos países: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

<sup>68</sup> Tem sido usado somente nas transações de comércio de bens envolvendo o Brasil e a Argentina, mas recentemente o sistema esta sendo expandido para outros países como Uruguai e Paraguai.

#### 4.2.2.1 O Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR)

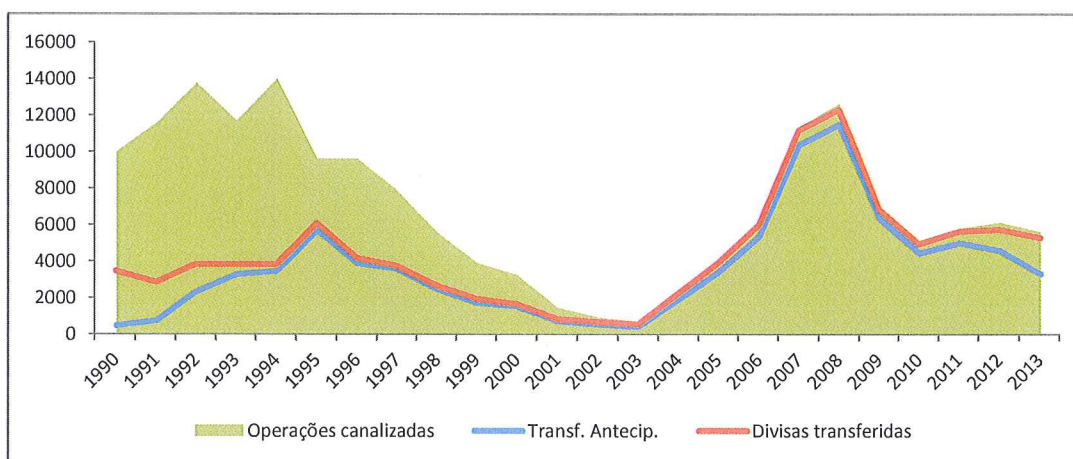
O CCR abrange as grandes economias do Cone Sul. É composto pelos seguintes países: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

Severo (2011) esclarece que o CCR funciona da seguinte forma:

Os Bancos Centrais dos países signatários se comprometem a aceitar débitos (e créditos) provenientes de operações de importação (e exportação). Os débitos e os créditos de todos os países são compensados multilateralmente a cada quadrimestre, no último dia útil dos meses de abril, agosto e dezembro, de forma que só são efetivamente transferidos os saldos resultantes. A compensação multilateral dos pagamentos é centralizada no Banco de La Reserva del Peru, que recebe os registros, transmite os saldos e permite a redução das transferências de divisas entre os países participantes (p. 5).

Ainda segundo o autor, o convênio teve uma importância mais relevante durante a década de 1980. Na década de 1990, a abertura comercial e financeira inicialmente facilitou a troca de recursos entre os países. Por outro lado, a concessão de empréstimos acabou ficando mais fácil e barata. Isto acabou debilitando o fundo, chegando a quase extingui-lo entre 2001 e 2002, conforme podemos observar pelo Gráfico 4.3.

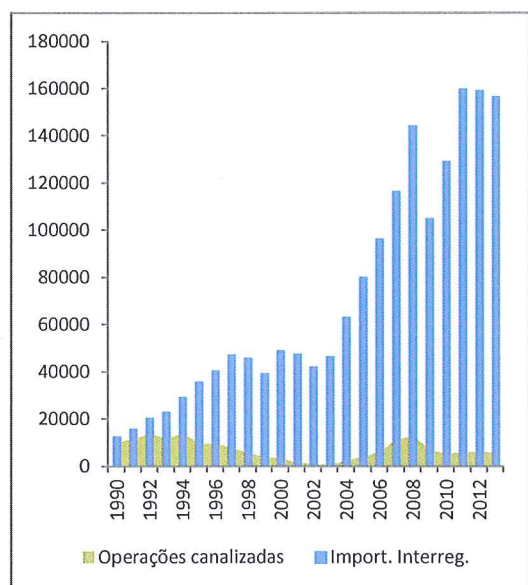
**Gráfico 4.3: CCR: operações canalizadas, transferências antecipadas e divisas transferidas – em US\$ milhões.**



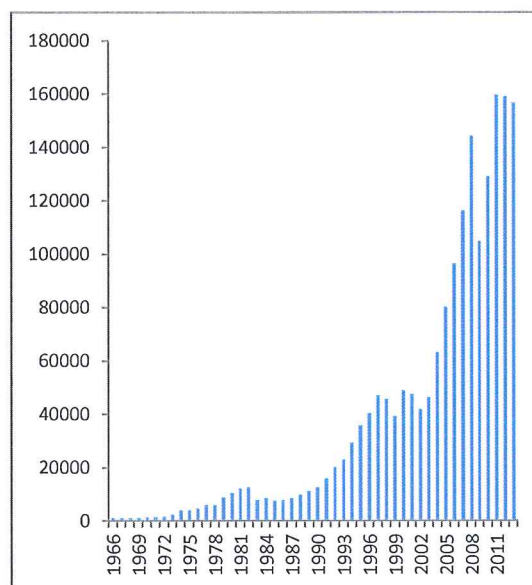
Fonte: elaborado pelo autor a partir de relatórios anuais do convênio

**Gráfico 4.4: Operações canalizadas de Gráfico 4.5: Importações intrarregionais –**

**CCR e importações intrarregionais – em em US\$ milhões  
US\$ milhões**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de relatórios anuais do convênio



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de ALADI, Banco Central do Paraguai, Instituto Nacional de Estadística de Bolívia, Banco de Comercio Exterior da Venezuela.

Após 2003, observamos uma retomada das operações, notando-se que elas não chegam a deslanchar para valores maiores do que os observados nos anos 1990. Há um crescimento das operações, especialmente em 2007 (segundo semestre) e 2008, período relacionado à crise de subprime, quando rapidamente os empréstimos à exportação caem.

Note-se, no entanto, que mesmo estes valores devem ser qualificados. Conforme podemos observar no Gráfico 4.3, tendo em vista o forte crescimento das importações intra-regionais nos anos 2000, a relação entre estas últimas e as operações canalizadas via CCR cai sobremaneira, indicando a menor importância do CCR ao longo dos anos 2000 em comparação ao período anterior.

Carneiro (2009) ressalta duas dificuldades do CCR:

[...] a resistência dos Bancos Centrais de carregarem esses créditos e as taxas de juros. Para os países que financiam, se as taxas são menores do que as obtíveis pelas reservas há uma perda (custo de oportunidade). Para os que se financiam o financiamento só vale a pena num quadro de grande escassez de divisas ou quando a taxa paga é inferior à da remuneração das reservas, caso contrário o melhor é liquidar a operação (p. 14).

Para além desses aspectos, Severo (2011) cita três problemas para o avanço desse mecanismo: (i) restrições, proibições ou desestímulos dos organismos financeiros internacionais; (ii) tendência dos países a preferir receber os pagamentos à vista ao invés de carregar dívidas alheias durante quatro ou oito meses e (iii) travas relacionadas com restrições impostas pelo Acordo da Basileia, que recomenda que os Bancos Centrais não fiquem expostos a esse tipo de mecanismo.

Estes movimentos fizeram com que as operações do convênio perdessem importância ao longo dos anos. De fato, os dados referentes à evolução das operações de CCR, comentados acima, nos mostram esta questão, ao passo em que houve uma queda das operações no período de alta liquidez entre 2003 e 2007, medida em termos da participação das operações relativas à magnitude das importações (Gráfico 4.4). Mesmo considerando o crescimento em 2007 e 2008, a participação continua baixa, até por que não se observou uma efetiva escassez de divisas. Então, é possível observar os limites desse mecanismo, ainda que sejam uma alternativa nos momentos de queda profunda de liquidez.

É importante ainda ressaltar que, apesar destes fatores de resistência, entre 1966 e 1994, o Convênio possibilitou que quase um quarto do comércio regional fosse feito sem transferência de divisas entre Bancos Centrais (BAUMANN, 2009), indicando seu potencial.

Neste contexto, podem ser listadas três vantagens do CCR (SEVERO, 2011): (i) o convênio expande o comércio e estimula a demanda por infraestrutura; (ii) pode acarretar na liberação de recursos financeiros para a aplicação em gastos de outra natureza, como investimentos na área social, na indústria ou na infraestrutura e (iii) serve como garantia e blindagem tanto para exportadores quanto para importadores envolvidos.

Um comentário adicional é o de que, a partir de 2003, o convênio passou a ser mais amplamente utilizado pela Venezuela, mas ainda hoje continua subutilizado. Para que ele funcionasse plenamente, deveria ser utilizado mais intensamente por todos os

países do Cone Sul. Se este fosse o caso, haveria uma economia de divisas e a integração comercial, industrial, financeira e de infraestrutura seriam muito mais robustas.

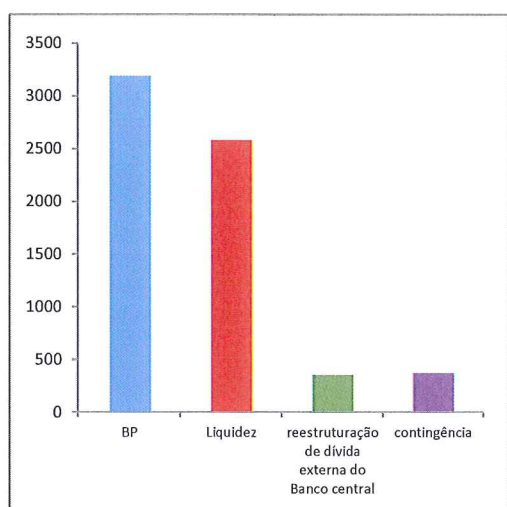
#### 4.2.2.2 FLAR – mecanismo de financiamento da Balança de Pagamentos

O Flar tem três funções básicas: (i) fornecimento de empréstimos ou garantias para apoiar o Balanço de Pagamentos; (ii) melhorar as condições das reservas dos países-membros e (iii) contribuir para harmonizar as políticas cambiais, monetárias e financeiras.

Um dos pontos importantes é o de que a terceira função praticamente não ocorreu segundo Ocampo (2006), sendo que a ação do Fundo se concentrou nas duas primeiras. Outro destaque é o crescimento dos depósitos nas instituições a partir de 2006. Dentre as cinco linhas de crédito da instituição, as mais utilizadas por ordem de liberação, segundo Ocampo (2012): (i) a de Balança de Pagamentos (financiamentos de até três anos); (ii) “liquidez” (financiamento de até um ano); (iii) reestruturação de dívida (financiamento de até três anos); (iv) contingência (seis meses, renováveis por até duas vezes o capital pago) e (v) de crédito para Tesouraria. No Gráfico 4.6, é possível encontrar a magnitude de recursos destinados para cada modalidade creditícia.

**Gráfico 4.6 – FLAR: crédito aprovado por modalidade creditícia**

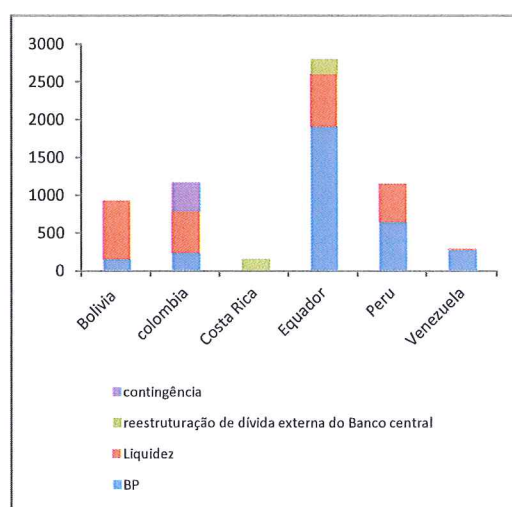
período 1978-2012 - em US\$ milhões



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos boletins anuais do FLAR

**Gráfico 4.7 – FLAR: crédito aprovado por modalidade creditícia por países**

período 1979-2012 – em US\$ milhões



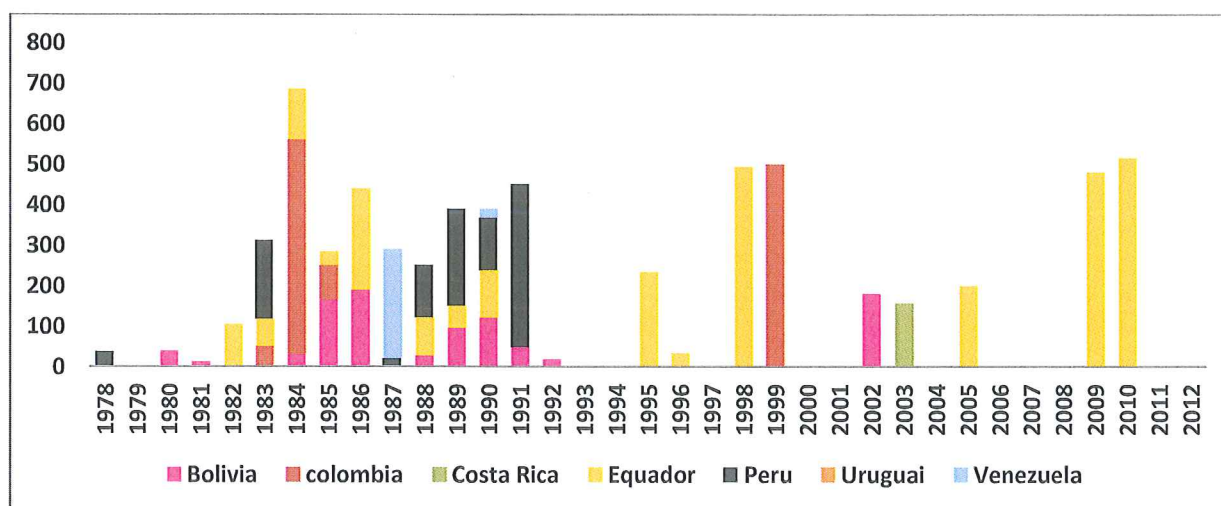
Fonte: elaborado pelo autor a partir dos boletins anuais do FLAR

No Gráfico 4.6, nota-se que os recursos são destinados prioritariamente ao equilíbrio das balanças de pagamentos e a empréstimos de liquidez, o que pode ser também comprovado pelos dados desagregados dos países.

A fonte primária de recursos do fundo advém de capital aportado pelos países-membros. No Gráfico 4.8 a seguir é possível observar que os maiores beneficiários entre 1979 e 1982 foram em ordem decrescente: Equador, com US\$ 3,966 milhões; Peru, US\$ 2,009 milhões, Colômbia, US\$ 1,955 milhões, Bolívia, US\$ 1,581 milhões; Venezuela, US\$ 531,4 milhões e Costa Rica, US\$ 168 milhões.

Paralelamente, no Gráfico 4.8, também é possível observar os volumes de liberações com os países discriminados. Nota-se que durante os anos 1980 houve forte utilização do Fundo, por conta dos problemas enfrentados pela crise dos países da América do Sul naqueles anos. Depois disto, observa-se que o Equador tem sido um grande utilizador do Fundo nos anos mais recentes. A Colômbia acessou o Fundo em 1999, a Bolívia, em 2002 e a Costa Rica, em 2003. Já o Equador utilizou-o em mais situações e em maiores valores – o que é uma tendência diferente da apresentada nos anos 1980.

**Gráfico 4.8 – Créditos FLAR: países receptores – em US\$ milhões**



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de estatísticas encontradas em: <https://www.flar.net/contenido/contenido.aspx?catID=265&conID=5256> dia 07 de Julho de 2014

Efetuando-se a comparação com as liberações do FMI, é possível perceber pelo Quadro 4.1 os valores liberados por ambos os organismos. Segundo Severo (2011), o Flar tem permitido, principalmente em períodos de crise internacional, que os Bancos Centrais dos países-membros tenham acesso a recursos financeiros com agilidade e menores custos. Em períodos de crise, durante os quais os países necessitam de liquidez para se estabilizar, o fundo tem cumprido um papel muito importante, sendo, portanto, bem-sucedida a experiência com este mecanismo. O autor ressalta, no entanto, que a principal limitação do fundo está no fato de ele não envolver as duas maiores economias sul-americanas: o Brasil e a Argentina.

**Tabela 4.1: Empréstimos FLAR e FMI aos países membros do FLAR – período 1994-2012 – em US\$ milhões**

Países	Liquidez	BP	Reconstrução da dívida	Contingência	Total de desembolsos do FLAR	Total de desembolsos do FMI	FLAR/FMI
Bolívia	369,40	0,00	0,00	0,00	369,40	484,48	0,76
Colômbia	229,00	560,00	0,00	375,00	1.164,00	0,00	
Costa Rica	0,00	0,00	156,00	0,00	156,00	731,87	0,21
Equador	149,70	1.605,90	200,00	0,00	1.955,60	0,00	
Peru	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.113,32	0,00
Venezuela	22,60	0,00	0,00	0,00	22,60	1.113,32	0,02
Total	770,70	2.165,90	356,00	375,00	3.667,60	3.442,99	1,00

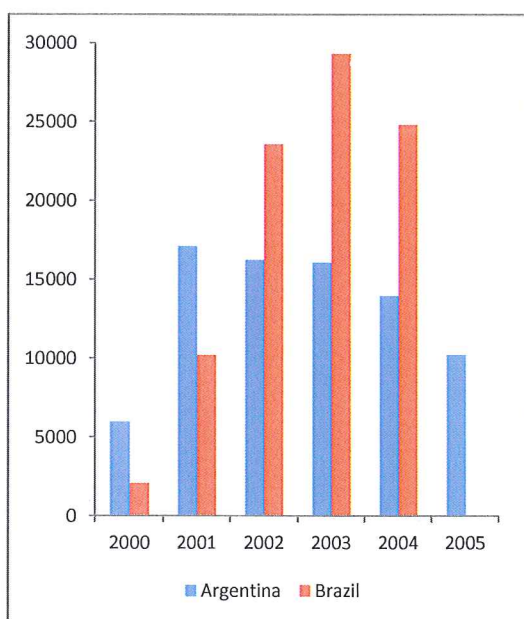
Fonte: Relatórios anuais do FLAR e site do FMI

Titelman (2012) afirma que o fortalecimento do Flar por meio de expansão do seu tamanho e cobertura para incluir um maior número de países da região seria um aporte importante para a provisão de um bem público regional. Ressalta, no entanto, que os fundos regionais não são concebidos como um mecanismo único para seus países-membros, mas sim como uma linha adicional de financiamento anticíclico para enfrentar os efeitos de choques externos e reduzir a possibilidade de contágio financeiro. O fundo é importante, em primeiro lugar, para países que têm dificuldades de ter acesso a recursos nos órgãos multilaterais ou que não conseguem obtê-lo com muita rapidez.

Além disso, o autor ressalta a importância da interação entre o fundo regional com outras instâncias da rede financeira global. Primeiramente, para a ampliação dos recursos do fundo, pois, mesmo ampliado, ele não seria capaz de prover liquidez ou ser prestador de última instância para todos os países-membros em uma situação de crise generalizada.

Entretanto, chama a atenção os problemas que a introdução de países como a Argentina e o Brasil traria para o fundo. Ao analisar os recursos destinados aos países da América do Sul pelo FMI, a partir dos anos 2000 (gráficos 4.9 e 4.10), percebe-se que os montantes exigidos pelo Brasil e Argentina para estabilização financeira são muito superiores aos exigidos pelos outros países.

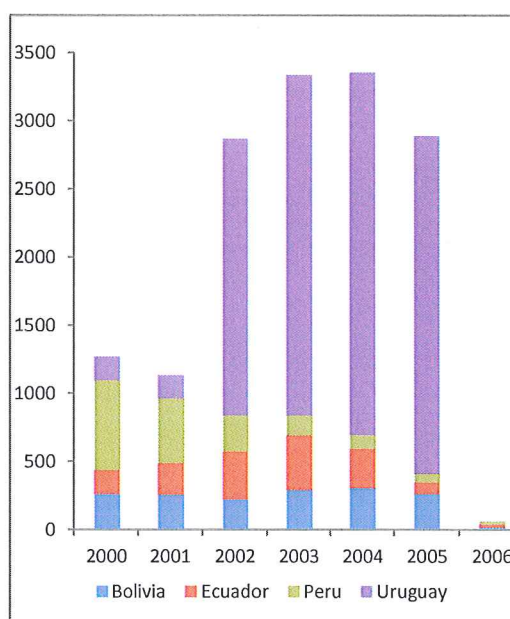
**Gráfico 4.9- Créditos fornecidos pelo FMI para as duas maiores economias da América do Sul – período 2000-2012 – em US\$ milhões**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de [www.imf.org](http://www.imf.org)

\*Os anos que não aparecem indicam que não houve financiamento

**Gráfico 4.10 – Créditos fornecidos pelo FMI para as demais economias da América do Sul – período 2000-2012 – em US\$ milhões**



Fonte: elaborado pelo autor a partir de [www.imf.org](http://www.imf.org)

Ademais, a questão fundamental diz respeito ao volume de seus passivos externos e de suas reservas, que têm magnitudes que dificilmente seriam suportadas pelo fundo, mesmo considerando-o como um mecanismo suplementar.

Na verdade, um fundo com o tamanho atual não poderia satisfazer as demandas dos países-membros de maior porte<sup>69</sup>, entretanto, a consideração dos defensores do Flar é a de que os países de maior porte se beneficiariam indiretamente, pois os créditos do Flar evitam uma contração mais severa nos fluxos inter-regionais de comércio.

O ponto importante a comentar, após a verificação do crescimento do papel destes fundos, é o de que o debate atual da nova arquitetura financeira regional tem caminhado na direção da criação de um grande fundo regional, a partir da experiência do Flar.

A ideia é a de que um fundo ampliado poderia cobrir uma proporção alta das necessidades de financiamento da região. Agosin e Heresi (2011) estimaram que com 15% das reservas de 2008, dos 12 maiores países da região (US\$ 70 milhões), teria sido possível cobrir todas as saídas de capital que ocorreram depois da quebra do Lehman Brothers, com exceção do Brasil. Este mesmo valor teria coberto o M1 dos países da região, exceto o Brasil, mais uma vez.

De acordo com Titelman (2012), a probabilidade de todos os países apresentarem problemas de balanço de pagamentos simultâneos é pequena. O autor realizou um estudo no qual estimou a simultaneidade dos problemas de balanço de pagamentos através da análise da correlação entre as mudanças nos termos de troca, estoques de reservas internacionais e fluxos líquidos de capital (períodos de *sudden stop*)<sup>70</sup> para os países do Flar. Coeficientes positivos e estatisticamente significativos enfraqueceriam os argumentos a favor do Fundo, uma vez que implica que os choques afetam os países de maneira simultânea. Caso a correlação seja negativa, isto reforçaria os argumentos a favor do Fundo. No caso do estudo efetuado, o autor encontrou correlação negativa, reforçando sua hipótese de não simultaneidade.

Apesar de todas estas discussões, fica claro que o Brasil aparece como um caso particular, mesmo no caso do Flar ampliado, tendo em vista as magnitudes de recursos

---

<sup>69</sup> Verificar o ranking de países na Tabela 2. De acordo com este ranking, podemos classificar como países grandes: Brasil, Argentina e Colômbia; de médio porte: Venezuela, Peru e Chile e pequenos: Equador, Costa Rica, Uruguai, Bolívia e Paraguai.

<sup>70</sup> Centrando a análise nos seguintes períodos: crise Tequila (1994-1995), crise da Ásia-russo-brasileira (1997-1999), crise Argentina (2001-2002) e crise global (2008-2009).

movimentadas pelo país. A discussão que surge a partir daí (OCAMPO, 2012) é a de que uma alternativa adicional seria a de criar mecanismos de apoio ao FMI e aos fundos regionais. Outra proposta é a de incluir na fórmula dos direitos especiais de saque os aportes que os países fazem aos fundos regionais de reserva (OCAMPO, 2006). Mesmo o caso da Argentina gera dúvidas, uma vez que também ela apresenta valores importantes de passivo externo, de reservas e de M1.

Ainda assim, deve-se observar que o Flar tem apresentado uma performance mais positiva do que a do FMI nos últimos anos. No entanto, cabe comentar que durante a década de 2000 os países da América do Sul não apresentaram crises graves de balanço de pagamentos, mesmo considerando os anos de 2008 e 2009. Na verdade, o acesso ao FMI foi menor.

#### **4.2.2.3 Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML)**

O SML surgiu a partir de um acordo entre o Brasil e a Argentina para a utilização das moedas nacionais na compensação bilateral das transações comerciais. Ele tem sido usado somente nas transações de comércio de bens envolvendo os dois países, mas, recentemente, o sistema está sendo expandido para outros países como Uruguai e Paraguai.

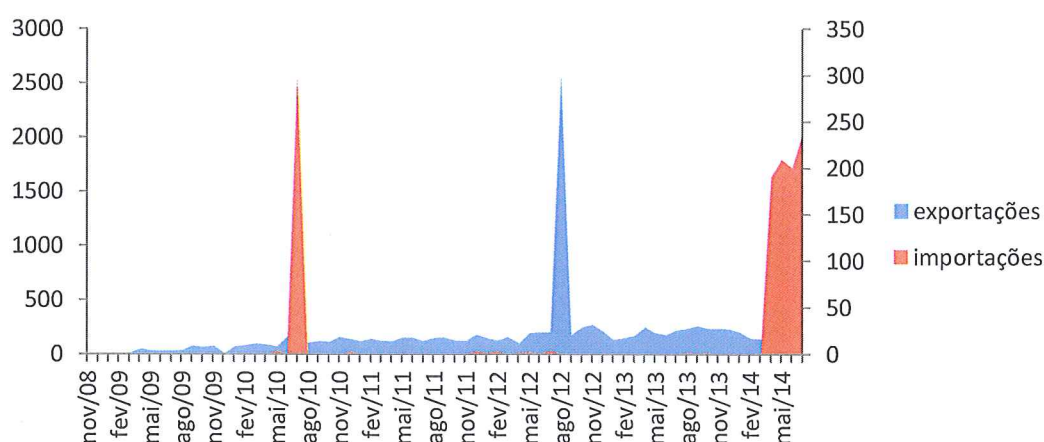
Os três principais objetivos do convênio são: (i) reduzir as transferências em divisas; ii) aumentar as transações diretas real/peso, o que estimula a integração financeira entre estes países, tornando o mercado de câmbio real-peso mais eficiente, e iii) reduzir os custos de importadores e exportadores com as transações financeiras, liberando-os das operações cambiais, de modo a promover, sobretudo, a participação das pequenas e médias empresas no comércio bilateral.

O acordo funciona da seguinte maneira: instituições financeiras (indicadas pelo SML) transferem o valor do produto importado em moeda estrangeira ao país exportador. As instituições financeiras, por sua vez, transferem ao Banco Central o equivalente em sua moeda nacional ao pagamento da operação na moeda do exportador. Ao final do dia, o banco que for devedor líquido emite uma ordem de pagamento em dólar ao outro banco e às instituições financeiras o valor em moeda local referente às vendas realizadas.

Desta forma, a taxa de câmbio é negociada diretamente entre o importador e a instituição financeira. Apesar de o sistema ter sido cada vez mais utilizado para realizar

transações, ainda existe ampla margem para a expansão das atuais transações via SML, além disso, existe uma diferença de incentivos para a utilização do mecanismo. Como podemos perceber no Gráfico 4.11, as transações de importação e exportação entre Brasil e Argentina aumentaram nos últimos anos, porém o Brasil exporta muito mais do que a Argentina, o que prejudica o grau de compensação e aumenta a necessidade de utilização de divisas, tornando o convênio pouco produtivo.

**Gráfico 4.11: Exportações e Importações do SML com a Argentina em milhões de dólares (2008-2014).**



\*Eixo esquerdo exportações em US\$ milhões e eixo direito importações em US\$ milhões

Fonte: elaborado pelo autor à partir de dados obtidos no Banco Central do Brasil- Bacen

(<http://www.bcb.gov.br/?SMLESTAT>)

### 4.3 Financiamento de Longo Prazo, organismos multilaterais e Bancos de desenvolvimento regionais

Dentre as instituições do segundo grupo, temos o Fundo para a Convergência Estrutural e Fortalecimento Institucional do Mercosul (Focem), criado no fim de 2004, e que não é propriamente uma instituição financeira, mas um fundo para correção de assimetrias que conta com contribuições não reembolsáveis anuais dos países-membros<sup>71</sup>; o Banco Sul<sup>72</sup>, cuja intenção é emprestar dinheiro às nações da América do Sul para a criação de programas sociais e de infraestrutura; a Corporação Andina de Fomento (CAF) e o Fundo Financeiro para o Desenvolvimento da Bacia da Prata

<sup>71</sup> O Brasil responde por 70% dos recursos; a Argentina é responsável por 27%; o Uruguai, por 2% e o Paraguai, por 1%.

<sup>72</sup> Países-membros: Argentina, Brasil, Bolívia, Equador, Paraguai e Venezuela.

(Fonplan)<sup>73</sup> atuam, desde a década de 1970, no apoio técnico e financeiro para a realização de estudos, projetos, programas e iniciativas que visam promover o desenvolvimento e a integração física dos países da região.

#### 4.3.1 Bancos regionais: importância no contexto do “novo regionalismo”

Existem alguns mecanismos multilaterais que são responsáveis por mobilizar recursos nos mercados de capitais privados para conceder empréstimos. Logo após a Segunda Guerra Mundial foram criados o FMI e o Banco Mundial com este propósito. O primeiro é responsável por disponibilizar recursos financeiros aos países-membros para ajudar no equilíbrio de suas balanças de pagamentos e suas liberações para os países da América do Sul foi comentado no item anterior. O Banco Mundial, por sua vez, é composto por duas instituições: Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) e a Associação Internacional de Desenvolvimento (AID), que liberam empréstimos. Além destes dois, o banco ainda abrange mais três: Sociedade Financeira Internacional (SFI), Agência Multilateral de Garantia de Investimentos (MIGA) e Centro Internacional para Arbitragem de Disputas sobre Investimentos (CIADI). Sua missão é o auxílio no financiamento do desenvolvimento dos países mais pobres e de auxílio financeiro.

A presidência das duas instituições é dividida entre a Europa e os Estados Unidos, sendo o Banco Mundial presidido por um norte-americano, enquanto o FMI é presidido por um europeu. Por este motivo, os objetivos dos dois organismos giram em torno dos interesses destas duas potências e acabam deixando os países em desenvolvimento em desvantagem. Para, além disto, temos ainda os empréstimos do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), também importantes para os países periféricos.

O argumento que procuramos destacar é o de que é necessária a existência de organismos regionais que estejam mais a par das necessidades dos países da região sob estudo. Um dos argumentos importantes a este respeito refere-se ao fato de que as liberações destes organismos multilaterais para os países da região dependem da decisão das agências em questão, sendo que são os países centrais aqueles que têm a decisão quando ao direcionamento dos recursos. Neste sentido, a análise quanto às condições

---

<sup>73</sup> Foi criado em 1977 e engloba Brasil, Argentina, Bolívia, Paraguai e Uruguai.

dos países receptores dos empréstimos leva em conta o ponto de vista, os interesses e a uma análise compatível com a escola novo-keynesiana, que justifica a existência destas instituições como um mecanismo de correção de “falhas de mercado e externalidades negativas”<sup>74</sup>.

As instituições teriam como papel garantir a solidez e a segurança do sistema financeiro ou corrigir falhas de mercado, devido a informações assimétricas custosas. Algumas vertentes desta perspectiva teórica ainda consideram necessária a intervenção estatal através de ações anticíclicas, porém apenas com o intuito de equilibrar os mercados.

Note que esta corrente de pensamento admite que existam imperfeições de mercado, e que estas devem ser corrigidas pela ação estatal. Entretanto, uma vez que estas falhas forem eliminadas, volta-se a uma situação de neutralidade da moeda no curto e longo prazo, sendo a melhor alocação da economia obtida através do livre funcionamento dos mercados (já corrigidos de suas falhas), sem intervenção estatal.

Mesmo considerando que este campo de análise esteja de certa forma revendo suas próprias análises quanto à dinâmica dos fluxos de recursos aos países e esteja incorporando elementos vinculados à instabilidade dos mercados financeiros, o que se percebe é que a visão que os organismos têm é a de que os países demandadores efetuam, eventualmente, excessos de gastos internos.

Outra observação importante é a de que o Banco Mundial, por exemplo, vem reduzindo os montantes dirigidos à América do Sul, vários autores têm detectado este movimento (SAGASTI & PRADA, 2006; OCAMPO (2006) e GRIFFITH-JONES et al., 2008). Além disso, também ganha força a indicação da importância do avanço de instituições regionais (OCAMPO, 2006) e a própria Unctad.

A percepção, conforme já aventamos anteriormente, incorpora a questão da instabilidade intrínseca dos fluxos financeiros, e o perigo das reversões abruptas de recursos em linha com a interpretação de Keynes e dos pós-keynesianos. O papel das instituições financeiras regionais seria o da redução da percepção de incertezas que cercam o mercado, agindo no sentido de melhorar as condições para a tomada das decisões de gastos de investimento. Ressalta-se, também, que estas instituições têm um

---

<sup>74</sup> Modelos de terceira geração como Furman e Stiglitz (1998), Eichengreen et al (1998 e 1999) e Mishkin (2000).

papel fundamental dentro de uma agenda de desenvolvimento econômico. O argumento destaca os limites dos sistemas financeiros locais e a necessidade de mudanças estruturais e investimentos significativos visando o surgimento de novos setores ou novos processos produtivos.

Além disso, uma instituição de financiamento regional seria importante, uma vez que, conforme já comentado, os determinantes da captação de financiamento no mercado internacional são exógenos à gerência dos países, principalmente os menores. Desta forma, os países teriam a possibilidade de proporcionar financiamento sob condições relativamente mais estáveis e com menor variação cíclica.

Conforme já observamos, esta perspectiva é compatível com as propostas que conformam o chamado “novo regionalismo” e que incorporam a importância da análise financeira, sendo que uma das indicações é a de que os organismos de financiamento regionais são centrais para a redução da vulnerabilidade.

Neste contexto, os bancos nacionais de desenvolvimento teriam as seguintes funções:

(1) mobilização de recursos financeiros, por meio de empréstimos ordinários, para países onde há baixa credibilidade e altos custos, ou onde o acesso a fundos privados é proibitivo; (2) criação de desenvolvimento institucional e transmissão de conhecimento, através de assistência técnica e divulgação de boas práticas; (3) fomento da produção de bens públicos regionais e globais que as instituições nacionais não conseguem prover em sua totalidade; (4) atuação anticíclica diante de flutuações em mercados de capitais privados; (5) criação de novos meios de financiamento e, por fim, (6) mobilização de linhas de empréstimos concessionais para países de baixa renda (CIA, 2012, p. 63).

Então, no caso dos mecanismos de financiamento do desenvolvimento, defende-se seu papel para o avanço dos países da região, como também se destaca a importância destas instituições no sentido de efetuar uma ação anticíclica nos momentos de reversões de recursos. Na medida em que a maioria dos países da América do Sul não têm bancos de desenvolvimento nacionais capazes de efetuar esta ação, o movimento dos mecanismos regionais é considerado fundamental.

O Brasil se mostra como um caso particular, não só por que o nível de suas necessidades é muito superior, considerando-se o tamanho de seu território e de sua população, mas também por que possui o BNDES, que opera a partir de *funding* próprio ou através de operações que recentemente têm envolvido o Tesouro Nacional.

A ação deste tipo de mecanismo é fundamental para os países menores. O Brasil, apesar de certamente se beneficiar da ação destas instituições, apresenta um mercado financeiro mais complexo, acima de tudo por possuir um mercado de derivativos financeiros bem desenvolvido, que torna sua questão financeira bem mais complicada. Por este motivo, a proposta brasileira de cooperação financeira é mais moderada.

De qualquer forma, os demais países da região dependem desses bancos regionais para uma ação menos relacionada à dependência dos organismos multilaterais. Ocampo (2006) destaca a importância da existência de uma maior relação de pertencimento, observando mais de perto as reais necessidades dos países. O autor ainda destaca que a questão geográfica é de suma importância para que economias menores tenham acesso facilitado a fontes de financiamento.

Nesta mesma esteira, foi proposto pela Unctad que o financiamento do desenvolvimento fosse executado por bancos regionais de desenvolvimento (BRDs) em conjunto com os bancos sub-regionais de desenvolvimento (BSRDs) e os mercados de títulos regionais.

De outra parte, outra ação importante, capitaneada especialmente pela Venezuela e pela Unasul, diz respeito à implantação do Banco do Sul, que deveria se transformar no grande Banco de Desenvolvimento da América do Sul. A este respeito, é importante comentar que se apresentam visões distintas quanto ao processo. Como vimos anteriormente, Ocampo (2006) destaca a necessidade de complementariedade entre instituições regionais e internacionais, argumentando que o FMI não consegue atender às necessidades dos países periféricos, tanto em termos de monitoramento como na provisão de liquidez em tempos de crise, daí o papel complementar das instituições regionais.

A perspectiva da proposta da Unasul também atua no sentido da importância dos bancos regionais e da questão do pertencimento. Note-se, no entanto, que a crítica em relação aos bancos regionais é mais profunda, conforme já salientado anteriormente. Há um movimento de rechaçar os organismos multilaterais de crédito e a criação do Banco do Sul viria no sentido de ocupar o espaço desses organismos, mais do que complementá-los, conforme proposto por Ocampo.

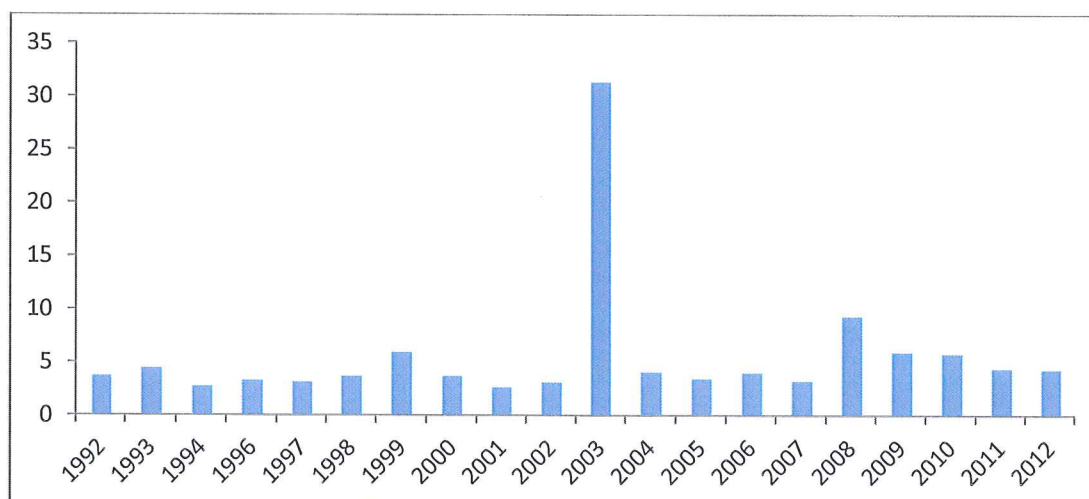
Indicado o sentido das discussões recentes que fazem parte do chamado “novo regionalismo”, passamos a analisar as liberações de recursos de longo prazo para a

região, mais especificamente nas liberações da CAF, mas comparando-as com os recursos liberados pelo Banco Mundial, BID e também pelo BNDES Exim. A seguir, apresentamos o momento da situação do Banco do Sul, uma vez que ele ainda não é uma realidade, no sentido do avanço de sua institucionalização para a liberação efetiva de recursos.

#### 4.3.2 Liberações da CAF e comparações com os empréstimos do Banco Mundial, BID e BNDES

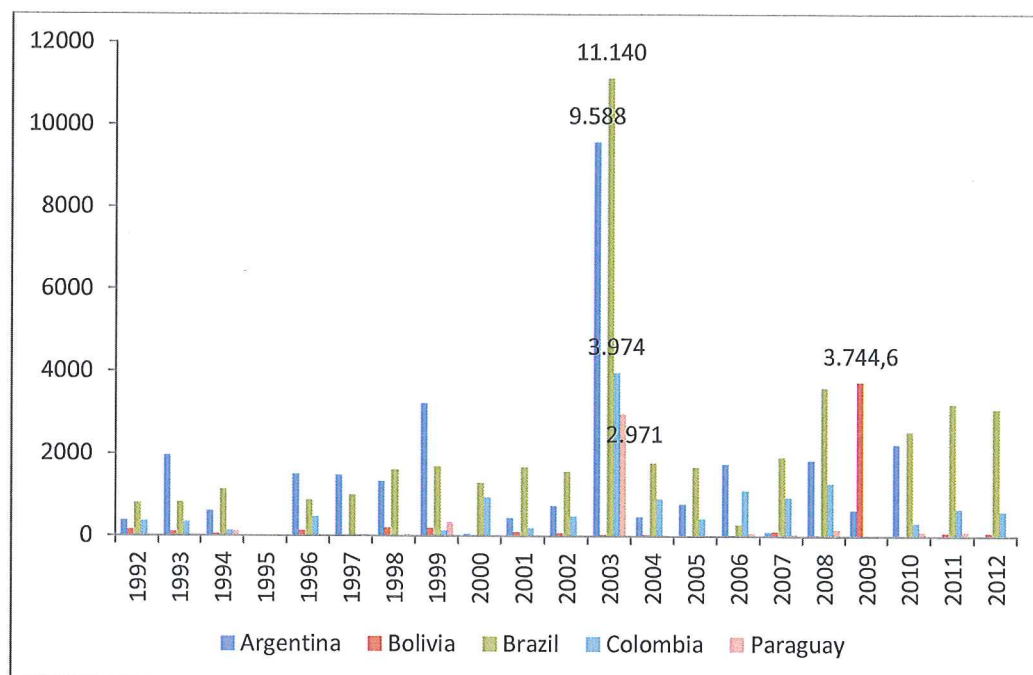
Antes de avançarmos com os dados de liberações da CAF, é importante observar o Gráfico 4.12, que apresenta os créditos liberados pelo Banco Mundial, uma vez que há a avaliação de que têm perdido força relativa. De fato, isto pode ser observado, principalmente após 2003, quando possível notar uma recuperação dos créditos, mas efetuando-se uma desagregação por países (Gráficos 4.13 a 4.15). Consta-se que esta expansão foi dirigida especialmente para o Brasil e a Argentina que receberam, respectivamente, US\$ 11.114 milhões e US\$ 9.588 milhões. Note-se que, mesmo nos anos de 2008 e 2009, não se observou a recuperação mais expressiva dos recursos, mostrando que não funcionaram como fator anticíclico. De qualquer forma, nestes anos, os países que mais captaram recursos foram a Bolívia (US\$ 3.744 milhões), o Peru (US\$ 1.375 milhões) e o Chile (US\$ 1.172 milhões).

**Gráfico 4.12: Empréstimos Banco Mundial para países da América do Sul em bilhões de dólares**



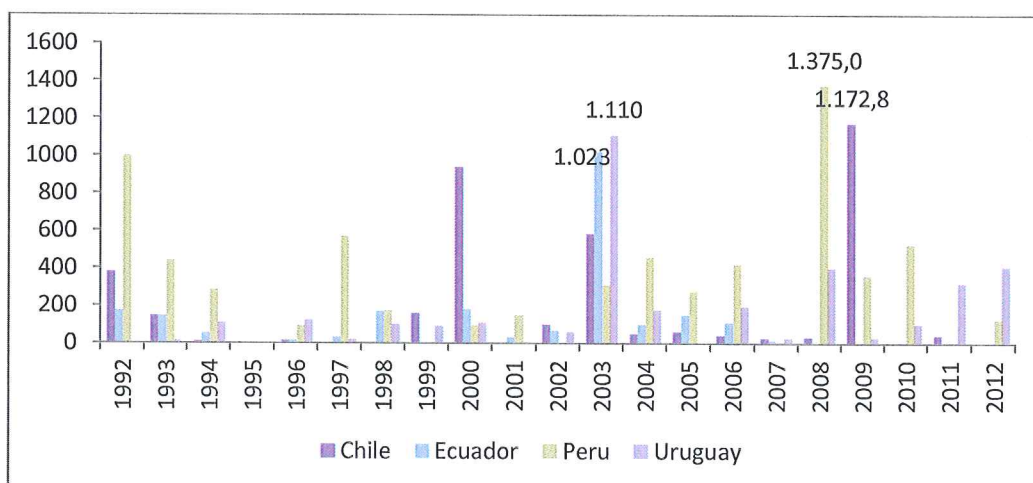
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins anuais do Banco Mundial

**Gráfico 4.13: Empréstimos do Banco Mundial – Países da América do Sul – países que receberam maiores aportes anuais – Em milhões de dólares**



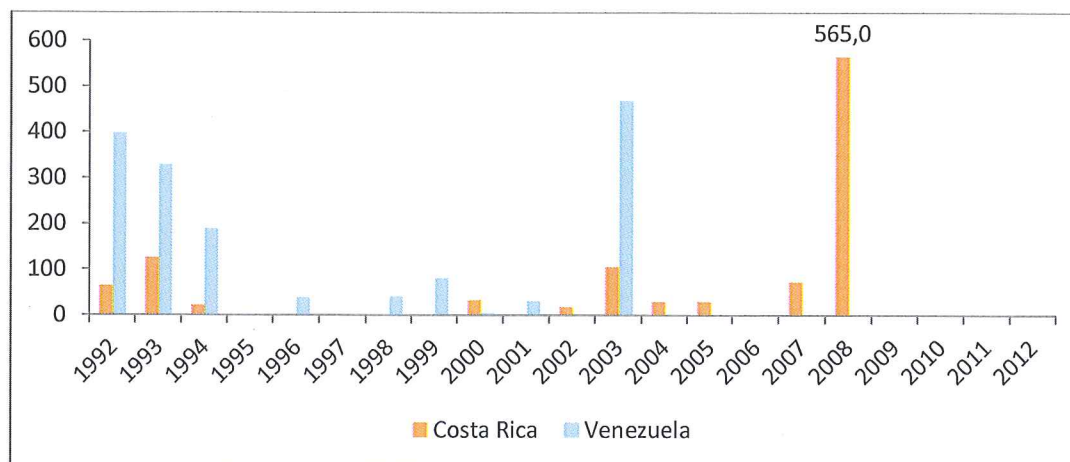
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins anuais do Banco Mundial

**Gráfico 4.14: Empréstimos do Banco Mundial – Países da América do Sul – Países que receberam aportes anuais inferiores a US\$ 3.744,6 – primeiro grupo**



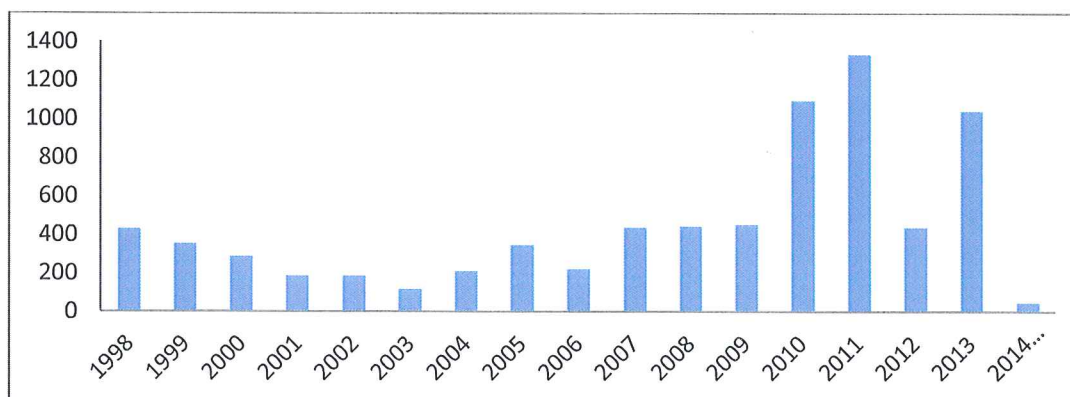
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins anuais do Banco Mundial

**Gráfico 4.15: Empréstimos do Banco Mundial – Países da América do Sul – Países que receberam aportes anuais inferiores a US\$ 3.744,6 – segundo grupo**



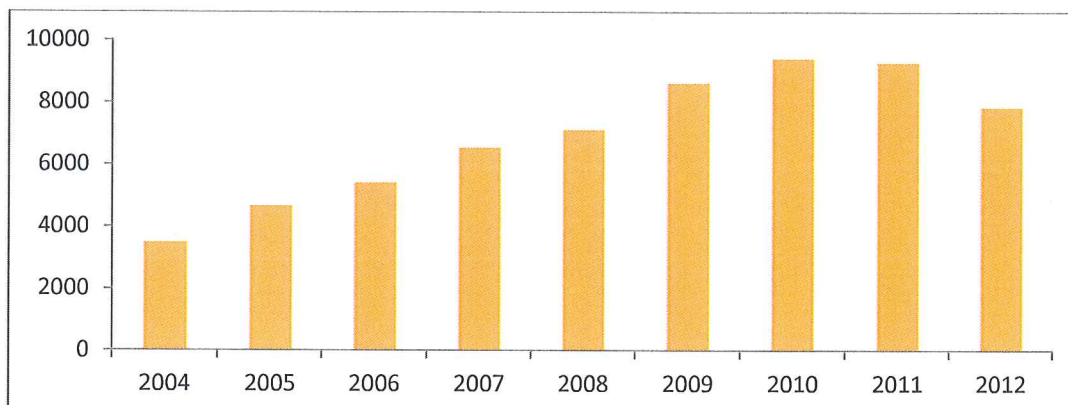
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins anuais do Banco Mundial

**Gráfico 4.16: Montante total de recursos do BNDES destinado a países da América do Sul em milhões de dólares. De 1998-2014**



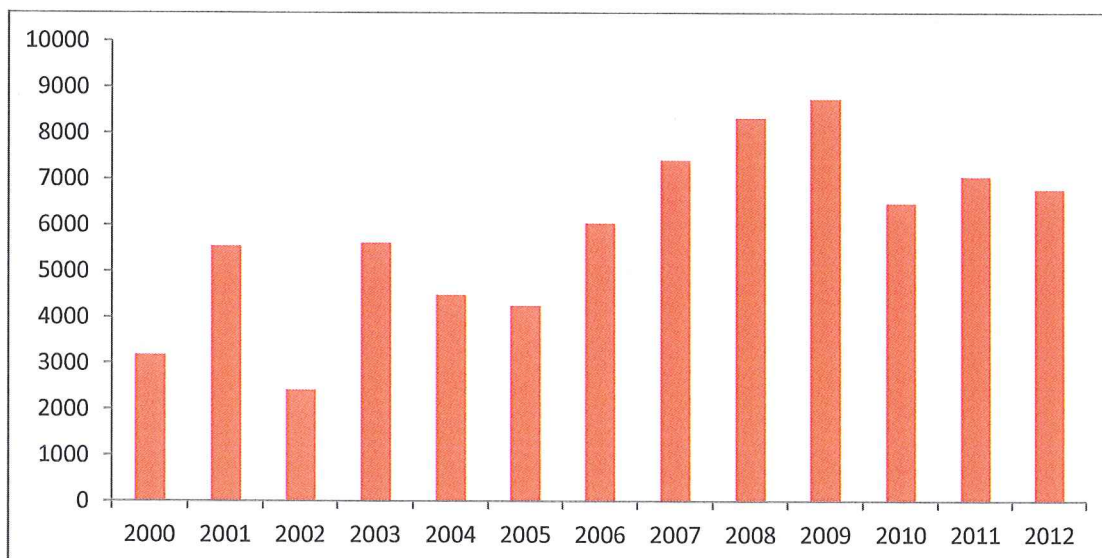
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins anuais do Banco Mundial

**Gráfico 4.17: Montante total de recursos liberados pela CAF destinado a países da América do Sul em milhões de dólares. De 2004-2012**



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins anuais obtidos no site da CAF

**Gráfico 4.18: Montante total de recursos liberados pela BID destinado a países da América do Sul em milhões de dólares. De 2000-2012**



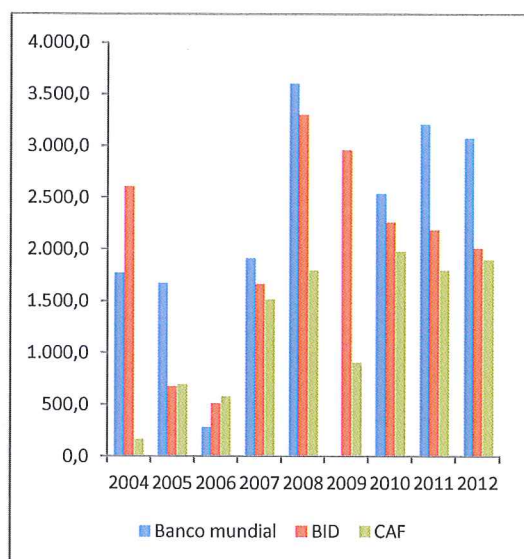
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins anuais do BID

Procuraremos analisar as liberações da CAF, observando suas magnitudes em comparação com os próprios empréstimos do Banco Mundial, uma vez que o Banco do Sul ainda não é uma realidade.

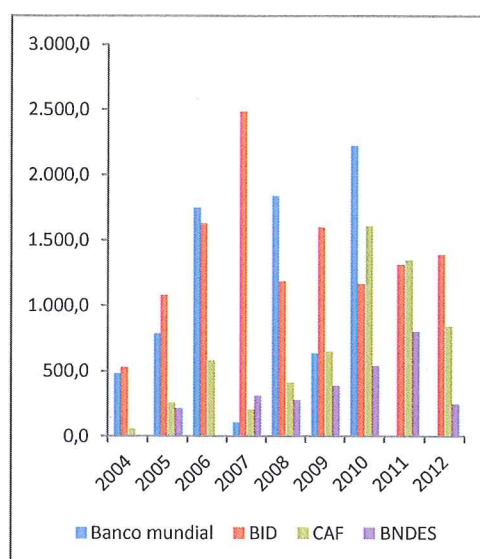
Segundo Ocampo e Titelman (2009, 2010), a avaliação sobre a atuação da CAF é bastante positiva, uma vez que o organismo tem conseguido desempenhar plenamente sua função de complemento (mais adequado às condições locais e sob controle dos beneficiários) às congêneres multilaterais, além de registrar um componente anticíclico nos seus desembolsos. A este respeito, mais uma vez é interessante observar as

liberações por países para se ter ideia da importância dos desembolsos da CAF, o que pode ser observado nos Gráficos 4.16 a 4.29.

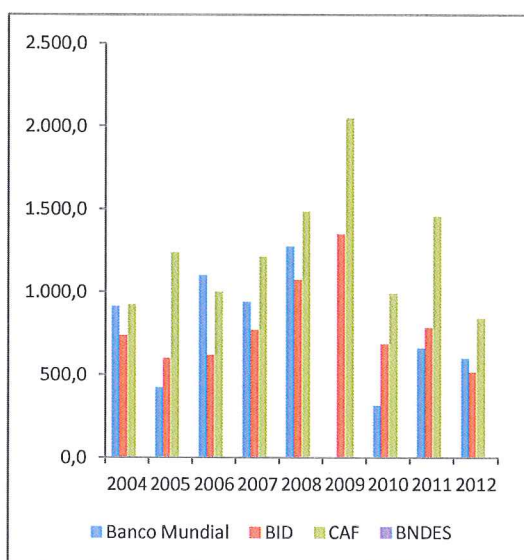
**Gráfico 4.19 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Brasil em US\$ milhões**



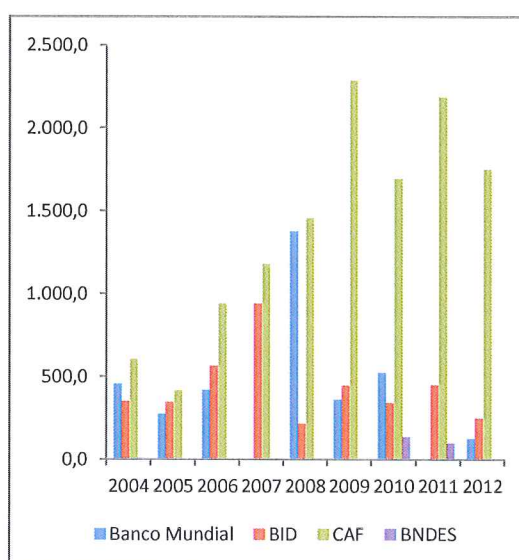
**Gráfico 4.20 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para a Argentina em US\$ milhões**



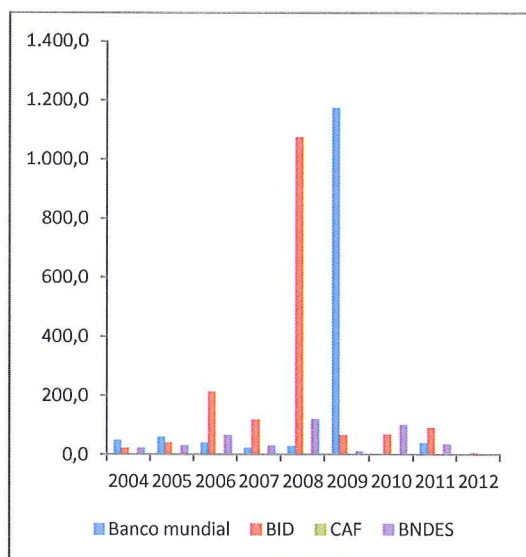
**Gráfico 4.21 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para a Colômbia em US\$ milhões**



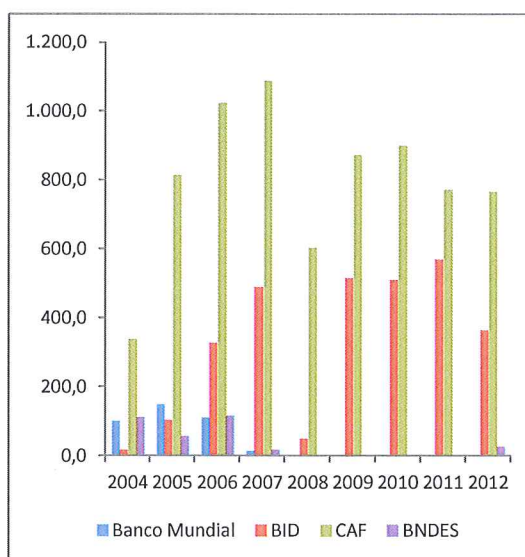
**Gráfico 4.22 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Peru em US\$ milhões**



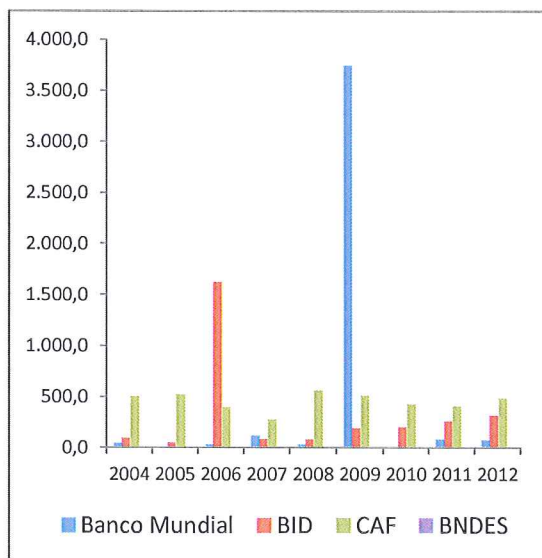
**Gráfico 4.23 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Chile em US\$ milhões**



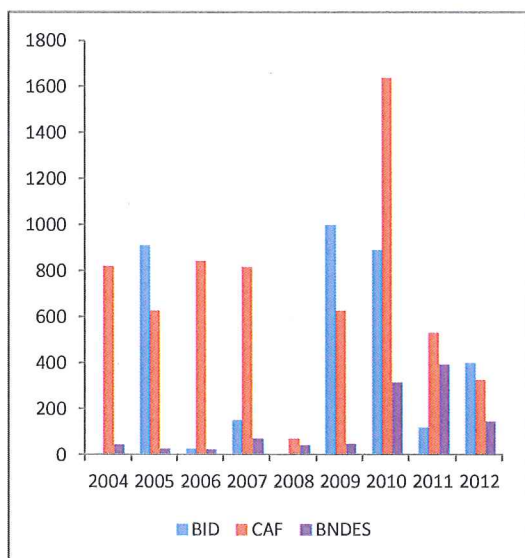
**Gráfico 4.24 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Equador em US\$ milhões**



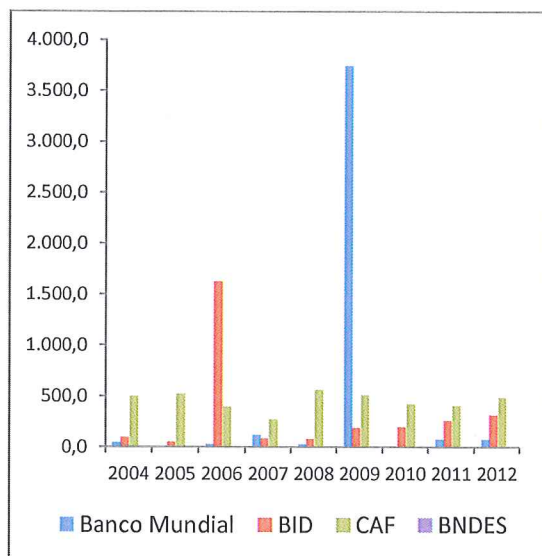
**Gráfico 4.25 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para a Bolívia em US\$ milhões**



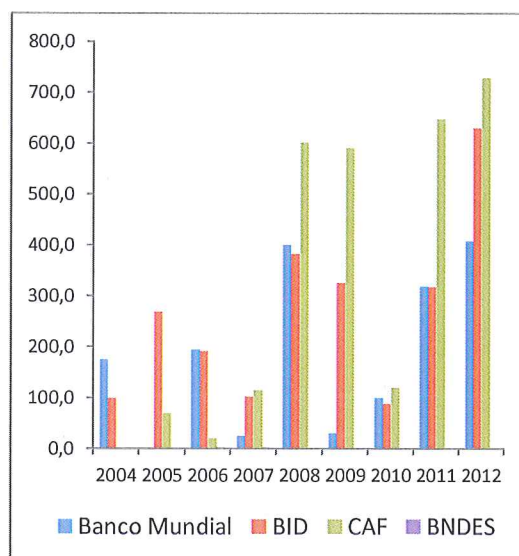
**Gráfico 4.26 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para a Venezuela em US\$ milhões**



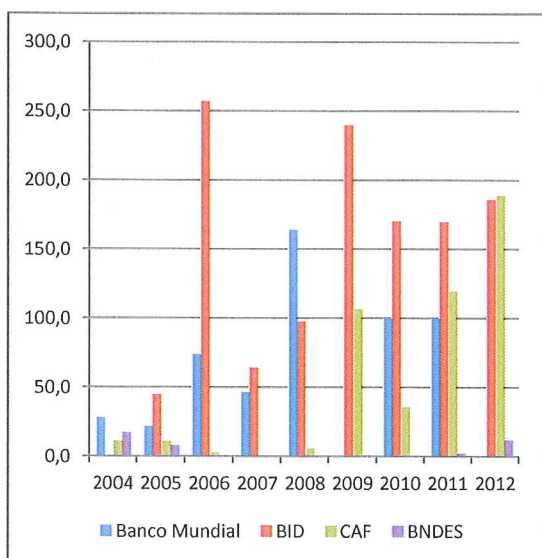
**Gráfico 4.27 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para a Costa Rica em US\$ milhões**



**Gráfico 4.28 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Uruguai em US\$ milhões**



**Gráfico 4.29 – Créditos do Banco Mundial, BID e CAF para o Paraguai em US\$ milhões**



Fonte gráficos 19-29: elaborado pelos autores a partir dos boletins anuais do Banco Mundial, BID, CAF e para o BNDES EXIM: [www.bndes.org.br](http://www.bndes.org.br)

Em primeiro lugar, destaca-se uma maior liberação de créditos para o Brasil e a Argentina. Ainda assim, é possível observar que vários outros países obtiveram créditos expressivos da CAF, especialmente se considerarmos a magnitude de suas economias, o que pode ser constatado pelos dados da Tabela 4.2.

**Tabela 4.2: Ranking de países em relação ao PIB 2013 em US\$ milhões**

Ranking	País	PIB
1	Brasil	2.245.673
2	Argentina	611.755
3	Colômbia	378.148
4	Chile	277.199
5	Peru	202.296
6	Equador	90.023
7	Uruguai	55.708
8	Costa Rica	49.621
9	Bolívia	30.601
10	Paraguai	29.949

Fonte: FMI

Merece destaque o fato de que nos anos mais recentes os valores liberados pela CAF têm sido superiores aos demais. Citamos, por exemplo, o caso da Argentina, Colômbia, Peru, Bolívia, Equador, Costa Rica, Uruguai e Paraguai. Mesmo para o Brasil, observa-se o crescimento dos valores liberados pela CAF, mas o Banco Mundial ainda apresenta as maiores liberações. As exceções a esta dinâmica são o Chile e a Venezuela. Cabe destaque o fato de que este último país aumentou suas captações no BNDES Exim<sup>75</sup> nos últimos anos, sendo que esta tem sido uma importante fonte de recursos para o país. Para os demais, as liberações do BNDES ainda são bastante secundárias.

<sup>75</sup> O programa BNDES PSI – Exportação Pré-Embarque (BNDES Exim), durante seu período de vigência, oferece condições financeiras mais favoráveis para a produção de bens de capital destinados à exportação, na fase pré-embarque.

Em termos gerais, podemos constatar o fato de que as magnitudes de recursos liberadas pela CAF rivalizam, nos anos recentes, com aquelas liberadas pelo Banco Mundial e pelo BID, mostrando a importância deste crédito. Em grande parte dos países, o crédito da CAF foi mais forte do que os demais em 2008, 2009, 2010 e 2011, mostrando o seu potencial de atuar como fator anticíclico.

Ainda mais uma vez destacamos que, para o caso do Brasil, esta análise precisa ser qualificada, tendo em vista que os volumes liberados internamente ao país pelo próprio BNDES são muito superiores. Por fim, a indicação é a de que o BNDES Exim poderia ter um papel mais importante na região.

#### **4.3.3 O Banco do Sul**

O Banco do Sul é um fundo monetário e organização de empréstimos da Unasul e foi desenvolvido pelo presidente da Venezuela, Hugo Chávez, sendo o seu lançamento uma parte do projeto financeiro regional da Venezuela para a América do Sul. A intenção do banco é emprestar dinheiro às nações da América Latina para a construção de programas sociais e de infraestrutura. Desde a apresentação, a proposta passou por um longo processo de amadurecimento em reuniões de negociações tanto no aspecto técnico como no político. Entre idas e vindas, Venezuela, Argentina, Brasil, Bolívia, Equador, Uruguai e Paraguai assinaram um Convênio Constitutivo, em setembro de 2009, com a recomendação de que os países iriam ratificar internamente o acordo para que o Banco do Sul entrasse em vigor oficialmente.

Cia (2012) analisa que, para além da esfera política, existem vários desafios para que a iniciativa atenda efetivamente às demandas de financiamento dos projetos nos países da região. A autora pondera que grandes obstáculos foram surgindo durante o processo de negociação e remontam a temáticas distintas. Num primeiro momento, discutiu-se muito a própria natureza do banco, se seria uma instituição de financiamento de desenvolvimento ou um fundo monetário. Também houve um debate intenso sobre a estrutura de capital, das suas fontes de captação e da distribuição dos votos, entre outros. Caso essas questões sejam superadas, ainda restam os impasses relacionados aos tipos de projetos que serão financiados pelo banco, já que o convênio deixa margens para supor que a instituição poderá financiar tanto projetos a fundo perdido, como aqueles que sejam rentáveis.

Existem argumentos contra e a favor da constituição e da forma de atuação do Banco do Sul. Segundo a visão contrária (ARTANA, 2010), outras instituições já

cumpririam o papel para o qual ele teria sido pensado, entretanto, como vimos na seção anterior, os organismos multilaterais têm diminuído a quantidade de recursos encaminhados para a América do Sul e fundos regionais (principalmente o Flar e a CAF) têm ganhado importância. Em relação às vantagens do Banco do Sul, podemos citar o fato de que o convênio atende somente aos países sul-americanos, o que possibilita um maior direcionamento dos recursos e um maior alinhamento com as prioridades da região. Além do mais, seu foco de atuação aponta para algo mais abrangente daquele em que a CAF tem atuado, o que mostra que a instituição tem espaço para atuar de forma complementar às outras iniciativas de cooperação financeira.

Apesar de ser uma iniciativa válida, ainda existem muitas divergências em relação à qual seria a atuação do Banco do Sul. Segundo Cia (2012), o banco pode seguir dois caminhos. O primeiro estaria de acordo com o projeto financeiro venezuelano. Nesta proposta, os bancos centrais, ao invés de comprarem títulos do tesouro americano, poderiam comprar títulos de tesouros dos países vizinhos e de bancos de desenvolvimento garantidos por esses países, de maneira que as reservas de divisas permanecessem na região. O segundo caminho seria seguir um projeto financeiro liderado pelo Brasil, no qual o Banco do Sul funcionaria de maneira complementar às instituições existentes, não marcando a emergência de uma nova arquitetura financeira na região. Logo, o projeto precisa definir seu foco antes de ganhar corpo.

#### **4.3.4 Cooperação econômica em um caminho para uma moeda única**

Desde 2007, a Unctad tem reforçado o argumento da integração, também destacando a importância da cooperação financeira em âmbito regional, e mostrando que os países periféricos estão continuamente submetidos a impactos de instabilidade, provocados por ciclos financeiros externos. Note-se que a perspectiva levantada envolve a cooperação entre os países, especialmente no que se refere ao financiamento de curto prazo de desequilíbrios externos, para o financiamento do desenvolvimento e a estabilização dos preços-chave, particularmente a taxa de câmbio.

Tendo em vista que os países do Cone Sul adotaram algumas medidas em direção a uma “coordenação macroeconômica”, como podemos observar no Quadro 4.3, além da adoção do regime de metas de inflação por vários países da região na segunda metade dos anos 1990, se observou recentemente a volta do debate da integração e também um retorno da discussão da criação de uma moeda única.

**Quadro 4.3: Medidas adotadas no cone sul em direção de uma moeda única**

Data	Proposta	Objetivo
Firmado em Setembro 1965 e ratificado pela ALADI em 1982	“Acordo de pagamentos de crédito recíprocos” entre países da ALALC	Estabelece um mecanismo de compensação de pagamentos em moedas conversíveis e livremente transferíveis
1986	Protocolo nº 10 de Estudos Econômicos	Harmonizar as políticas Econômicas entre Brasil e Argentina.
1987	Protocolo nº 20	Reconhece-se a necessidade de se iniciar um processo visando a criação de uma unidade monetária comum, o “Gaúcho”
1991	Tratado de Assunção	“Coordenação Macroeconômica”. foi colocado no mesmo nível de importância do que a livre circulação de mercadorias, definição da tarifa externa comum e da política comercial comum
1993	Debate da IM	Proposta de estabelecimento de um arranjo cambial regional de bandas de flutuação que teriam por base de determinação as taxas reais bilaterais.
1999	XVI Reunião Ordinária do Conselho do Mercosul (CMC)	Criação do “Grupo de Trabalho de Alto Nível de Coordenação de Políticas Macroeconômicas”, e do “Grupo Ad-Hoc de Acompanhamento da Conjuntura Econômica e Comercial”
2000	XVIIIª Reunião do CMC	Cria-se um conjunto mecanismos voltados à viabilizada da integração monetária no Mercosul

Fonte: Elaborada pelo autor de acordo com Cunha(2)(2008)

Segundo Cunha et al. (2008), as ideias sobre “convergência macroeconômica” e “moeda única” aparecem com a criação da ALALC-Aladi e do próprio Mercosul, sendo reafirmada em muitos momentos. Os autores procuram destacar que estas intenções não tiveram muito êxito. De acordo com eles, em um mundo de finanças globalizadas, com recorrentes crises, os países tentaram corrigir heranças do passado (hiperinflação, por exemplo) através da adoção de medidas conservadoras. Estas medidas, ao contrário do que se supunha, geraram novos problemas de vulnerabilidade externa.

De uma perspectiva teórica keynesiana, a expansão do mercado de ações destes países emergentes induziu o aumento da especulação, a ocorrência de crises financeiras e a má alocação da poupança e investimento, em detrimento do crescimento do setor real e da estabilidade.

Este contexto não é propício ao aprofundamento do comércio regional e da cooperação econômica intrabloco. Além do mais, dificulta a convergência entre países. Entretanto, como podemos perceber ao observar o Quadro 3, havia uma agenda de medidas que visavam à convergência macroeconômica dos países do Cone Sul, buscando o caminho para a adoção de uma moeda única, no entanto, as medidas propostas nunca foram efetivamente implementadas e existiam também grandes diferenças nos regimes monetários adotados pelo Brasil e Argentina e recorrentes pressões macroeconômicas (CUNHA, 2008b).

A discussão da moeda única, entretanto, não pode ser desvinculada de sua origem. Esta discussão está inserida na análise da teoria das Áreas Monetárias Ótimas (TAMO) e da Coordenação de Políticas Econômicas. Segundo esta teoria, quanto maior a simetria da reação aos choques exógenos de países, mobilidade da força de trabalho e flexibilidade salarial, mais apropriada será a utilização de uma política monetária coordenada entre eles, e, conseqüentemente, uma união monetária seria possível. Isto por que um comportamento assimétrico da resposta a choques tornaria muito difícil a coordenação de uma política monetária conjunta dos países participantes, tendo em vista os altos custos que esta empreitada envolveria. Em geral, sugere-se que quanto maior o grau de integração entre as respectivas economias, maiores tenderiam a ser as chances de sucesso na sua implementação.

#### 4.4 Limites da adoção de uma moeda única

Para criticar esta literatura ligada aos modelos de zona monetária ótima, adotaremos como pano de fundo a teoria pós-keynesiana e o debate da instabilidade e vulnerabilidade externa que se trata de um questionamento à proposta de moeda única. A perspectiva envolve o fato de que existe forte heterogeneidade entre os países da América do Sul. O destaque vai para o fato de que esses países são fortemente instabilizados por fatores financeiros, fora de seu controle, o que torna a convergência macroeconômica pouco viável. As duas vertentes divergem em grande parte devido à concepção adotada a respeito do papel da moeda e do sistema financeiro na economia de mercado, bem como quanto aos instrumentos e prioridades relacionados à política econômica.

São duas as críticas feitas pela vertente pós-keynesiana ao TAMO (ARESTIS, BROWN e SAWYER, 2001; ARESTIS et al., 2003 e CUNHA et al., 2008). A primeira crítica a visão teórica convencional baseada na hipótese das expectativas racionais com neutralidade da moeda no longo prazo. Segundo esta vertente, os agentes econômicos não cometem erros sistemáticos quando elaboram suas expectativas sobre inflação, produto e renda. Desta forma, conseguem antever o resultado de uma política adotada pelo governo, anulando qualquer efeito sobre o lado real da economia. O princípio da inconsistência dinâmica das políticas econômicas leva à defesa de regras estritas (*à la* “metas de inflação”) e à independência dos Bancos Centrais. Desta forma, a política econômica tem um papel estabilizador e prioriza o combate à inflação.

Segundo Crocco e Jayme Junior (2003), a aceitação da hipótese de expectativas racionais implica utilizar a política monetária e principalmente a taxa de juros com o único objetivo de controlar a inflação. Além disso, esta hipótese ainda implica que a política monetária seria inócua para afetar o nível de atividade das economias, já que a economia sempre tenderia a voltar ao seu equilíbrio, porém, com níveis de inflação mais altos. A política fiscal, por sua vez, seria dominada pela política monetária, o que implica que qualquer ação de política fiscal tem como contrapartida uma ação de política monetária. Neste contexto, se o Estado fizer uma política fiscal expansionista, ela deve ser compensada por um aumento de oferta de moeda. Neste aspecto, para evitar movimentos de política monetária desnecessários, o Estado não deve interferir no funcionamento da economia, uma vez que a ação do Estado não terá efeitos sobre o produto ou a renda. Entretanto, a abordagem keynesiana admite que a moeda não é

neutra nem no curto, nem no longo prazo, de modo que as políticas econômicas podem afetar a renda e emprego.

A segunda crítica, por outro lado, localiza-se mais no plano normativo. A TAMO coloca a estabilidade monetária como objetivo primordial de política econômica em detrimento do nível do produto e emprego. Segundo Cunha et al. (2008), tanto o Tratado de Maastricht como o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) apresentam aspectos que evidenciam a busca de uma convergência macroeconômica inspirada nas teorias de área monetária ótima, logo, induzem à perda da autonomia dos países no exercício de política econômica.

Ademais, países com moeda fraca<sup>76</sup>, como é o caso dos países sul-americanos, dentro de um contexto de mercados globalizados, estão em uma posição frágil<sup>77</sup> e mais vulnerável aos distúrbios do mercado, e é justamente através da ação do Estado em momentos de instabilidade que podem reestabelecer a estabilidade do ciclo econômico através de políticas anticíclicas, forjadas para a estabilização da taxa de câmbio e controle da vulnerabilidade externa.

Além da abordagem teórica questionável, estudos empíricos também foram elaborados para testar a hipótese de que os países estariam respondendo de forma semelhante a choques. Sarriera, Cunha & Bichara (2010) efetuam uma análise para países do Mercosul, utilizando um modelo econométrico VEC, função impulso-resposta e decomposição de variância para analisar a simetria de choques externos, considerando as variáveis de PIB do país sob estudo, PIB dos Estados Unidos e taxa de câmbio real. A perspectiva é a de que, apesar de haver uma tendência para a adoção de políticas similares (regimes de metas de inflação e câmbio flutuante) em parte dos países estudados, mesmo assim, os países respondam de forma diferente a choques.

De acordo com a abordagem keynesiana, e apoiando-se em estudos empíricos, podemos afirmar que, para países em desenvolvimento, a integração nos moldes da TAMO não é viável. Por outro lado, a perspectiva baseada no desenvolvimento de um comércio estratégico admite que o desenvolvimento de uma área de comércio gera

---

<sup>76</sup> Ver Prates (2006).

<sup>77</sup> Os países periféricos estão mais expostos aos ciclos – financeiros, de preços das *commodities* etc. – exogenamente determinados por não emitirem moedas conversíveis, e apresentarem estruturas produtivas menos robustas e concentradas em poucos setores produtivos e estruturais sociais marcadas pela má distribuição da renda, riqueza e oportunidades.

“efeitos propulsores” tal como os classificados e discutidos por Myrdal. Estes dependem de aspectos estruturais e da orientação de política econômica do país com maior mercado interno, no caso da América do Sul, o Brasil. Neste sentido, se aceita que certo grau de convergência macroeconômica seria desejável. O essencial, aqui, é o grau em que a regionalização possa reduzir a vulnerabilidade externa dos países.

Para que a redução da vulnerabilidade externa seja alcançada é importante que o país “locomotiva” tenha uma estabilização relativa das taxas nominais de câmbio, permitindo, por sua vez, maior estabilidade monetária. Nesta esteira, podemos afirmar que a introdução de mecanismos de cooperação macroeconômica e financeira, como os fundos regionais de reserva e acordos de crédito recíprocos entre os Bancos Centrais seria uma alternativa mais adequada do que traçar um caminho visando à introdução de uma moeda única.

A cooperação financeira, além de não exigir que os Bancos Centrais percam sua autonomia de política macroeconômica, pode reduzir a dependência das economias a uma moeda reserva e às agências multilaterais de financiamento (FMI e Banco Mundial) e proporcionar o estabelecimento de uma taxa de câmbio competitiva em relação às moedas reservas.

#### **4.5 O debate sobre controle de capitais**

A partir da segunda metade dos anos 1990, houve mudanças das posições teóricas em relação aos determinantes dos fluxos de capitais para os países emergentes, como foi abordado anteriormente. Coloca-se de forma análoga o debate sobre o controle de capitais. Ganham espaço os economistas que sugerem ser necessária a utilização de controles de capitais para a estabilização macroeconômica (BLANCHARD et al., 2012), logo esta alternativa também é considerada viável para o controle da vulnerabilidade dos países.

Trata-se também de um ponto importante a ser discutido, uma vez que é tratado pela proposta venezuelana e brasileira para o “novo regionalismo”. A proposta venezuelana propõe um afastamento de fontes de financiamento como bancos privados e instituições financeiras multilaterais como o FMI e o Banco Mundial, além de defender o controle de capitais e a renegociação de contratos internacionais. A proposta brasileira por sua vez, mais moderada, propõe integrar a América do Sul através do fortalecimento de bancos estatais, a aplicação de controles de capitais temporários, além

de um mercado de capital relativamente desenvolvido, com a maior Bolsa de Valores da região. O controle de capitais está, portanto, dentro da agenda de discussão do “novo regionalismo”, porém como medida complementar aos projetos de cooperação financeira.

Desde a década de 1980, na chamada “etapa da globalização financeira”, o coeficiente de abertura da economia mundial (exportações de bens e serviços/PIB mundial em dólares correntes) se expandiu de forma contínua. Este indicador passou de 20% do PIB na referida década para 32% do PIB em 2008. Outro indicador importante desse mesmo fenômeno refere-se ao crescimento da corrente de comércio como um todo (exportação + importação), que ocorreu para todas as regiões mundiais, considerando-se diferentes agregações, conforme pode ser comprovado no Quadro 4.4.

**Quadro 4.4: Importação + Exportação /PIB em %**

	América do Sul	Países em desenvolvimento Da Ásia	Oriente Médio	Leste da Europa	Economias asiáticas de industrialização recente	Economias avançadas
1980	22	19	40	52	113	35
2008	42	69	56	95	165	47

Fonte: FMI, a partir de PRATES, 2008

A literatura referente ao controle de capitais opõe-se diretamente, e por definição, ao liberalismo econômico, uma vez que este se refere à “diminuição dos controles” para incentivar o desenvolvimento econômico. Como vimos anteriormente, grande parte dos países seguiu um processo de liberalização econômica desde a década de 1990. Políticas de liberalização incluem a privatização parcial ou total das instituições e bens públicos, uma maior flexibilidade do mercado de trabalho, taxas de imposto mais baixas para as empresas, menos restrições sobre o capital nacional e estrangeiro, e mercados mais abertos.

Segundo a doutrina que defende a globalização dos mercados<sup>78</sup>, a liberalização dos fluxos comerciais e financeiros, em conjunto com uma menor participação do

<sup>78</sup> Calvo, G. (2007b); Middlebrook, P. (2012); Obstfeld (1994, 1996, 2012).

Estado, levaria a movimentos de estabilização e crescimento. Foi este diagnóstico que compôs e influenciou o cenário da década de 1980 e continuou hegemônico até meados da década de 1990.

Um comentário central nas análises defensoras da liberalização econômica era o de que os fatores domésticos dos países periféricos eram centrais para a determinação dos fluxos de capitais. Os “bons fundamentos macroeconômicos” atrairiam os recursos, sendo a crise gerada por falhas de gestão ou fragilidades domésticas. A partir daí, as reformas necessárias para que os países periféricos voltassem a atrair capitais após a crise da dívida da década de 1980 deveria se concentrar nos países receptores de capitais. Como vimos ao longo desta tese, os determinantes dos fluxos de capitais nos países sul-americanos é mais complexa do que o que a vertente tradicional deixa transparecer.

Após as crises enfrentadas pelas economias emergentes nos anos 1990, os modelos econômicos admitiram uma mudança quanto aos determinantes dos fluxos de capitais para os países emergentes, mesmo no âmbito do *mainstream*, e ganham espaço os economistas que sugerem ser necessária a utilização de controles de capitais para a estabilização macroeconômica. Coloca-se de forma análoga o debate sobre o controle de capitais como parte de políticas macroprudenciais, as quais deveriam garantir a internalização desse componente de risco sistêmico na esfera do cálculo privado (KORINEK, 2011).

Assim, após a deflagração da crise recente, a tendência é indicar que as Autoridades Monetárias deveriam ampliar o seu leque de atuação para além do controle da inflação. Deveriam incluir “regulações macroprudenciais”, sendo que, dentre elas, está o controle de capitais.

Magud & Reinhart (2006) efetuam amplo trabalho empírico sobre esta temática e constroem indicadores de controles de capitais. A conclusão do estudo é a de que a área onde os controles de capitais têm maior sucesso é aquela relacionada à provisão de maior autonomia para política monetária, sendo que também se observa uma relação positiva entre controle de capitais e alteração da composição dos influxos de recursos. Paralelamente, os estudos indicaram que o sucesso na redução do volume de influxos e

---

sobre a redução de pressões sobre a taxa de câmbio não foi geral. Para alguns grupos de países, os resultados foram positivos, mas para outros, não.

Controles de capitais se referem a restrições que se impõem sobre fluxos de entrada e saída de capitais de uma economia, sendo que hoje este controle engloba também as operações em mercados de derivativos. Neste sentido, abarcam controles impostos sobre residentes e não residentes.

Na verdade, existem distintas modalidades de controles. Kawai & Takagi (2003) apontam diferentes tipologias de controles de capitais baseadas nas seguintes classificações: (i) controles sobre influxos X controles sobre saída; (ii) controles permanentes X controles temporários<sup>79</sup>; (iii) controles baseados em preços X controles administrativos e (iv) imposição X efetividade de controles.

Para além da classificação quanto a controles sobre entrada/saída de capitais, nos interessa especialmente a classificação quanto a controles mais profundos (administrativos) e aqueles que são definidos a partir de esquemas de taxaço. Assim, de um lado, temos os controles que se baseiam em procedimentos administrativos, regulando a possibilidade de os agentes econômicos assumirem posições ativas (direitos) e passivas (obrigações) em segmentos dos mercados financeiros. A proibição a não residentes atuarem em segmentos do mercado doméstico de capitais são exemplos de um controle quantitativo (administrativo), afetando a entrada de capitais no país sob análise.

De outro lado, temos os controles que se baseiam em mecanismos de preço, afetando a rentabilidade das aplicações realizadas, no sentido tanto de restringir ou de limitar este fluxo de recursos. Neste contexto, podem ser impostos controles sobre os tipos específicos de fluxos. Por exemplo, a introdução de uma taxaço sobre operações financeiras sobre determinados fluxos de recursos representa um mecanismo de controle de preços, afetando a rentabilidade de não residentes operando nos mercados domésticos, ou de residentes, atraindo recursos de empréstimos para o país ou limitando sua aplicação no exterior.

Baba e Kokenyne (2011) revisam a literatura sobre controle de capitais e analisam a experiência recente de utilização do Imposto Sobre Operações Financeiras

---

<sup>79</sup> Carvalho & Sicsú (2004) constataam que os controles de capitais são vistos como remendos e não opções legítimas de política.

(IOF) para controlar os fluxos de capitais no Brasil (2008), o sistema de reservas de requerimento utilizado na Tailândia (2006-08) e na Colômbia (2007-08) e a ampla liberalização dos fluxos de saídas de capitais na Coreia (2005-08). Observou-se que os controles de capitais: (a) são capazes de alterar a maturidade dos fluxos; (b) criam mais espaço para que a política monetária atue no sentido pretendido pelos seus formuladores e (c) têm efeitos temporários, vale dizer, os investidores procuram evadir seus efeitos, o que produz o desafio de permanente ajuste de instrumentos e estratégias por parte da autoridade monetária.

Mais recentemente, um estudo do FMI intitulado *Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia* (CLEMENTS & KAMIL, 2009) mostrou que o impacto dos controles varia entre diferentes categorias de influxos. Os resultados econométricos deste estudo geram alguma evidência de que os controles foram efetivos na redução de pelo menos uma categoria de influxos de capitais.

Outra conclusão do referente estudo é a de que a literatura sobre controles de capitais apresenta quatro problemas sérios (*apple-to-orange problems*)<sup>80</sup>: (i) a não existência de uma estrutura teórica unificada para analisar as consequências macroeconômicas dos controles; (ii) a forte heterogeneidade entre os países e a temporalidade distinta das medidas de controles apresentadas; (iii) as múltiplas definições quanto ao conceito de “sucesso” da implantação da política (existem vários objetivos de política) e a (iv) falta de metodologia comum entre as políticas implantadas.

A consideração que fazemos no presente momento é a de que os controles de capitais têm sido usados por vários países, mas não se tem observado uma efetiva redução da vulnerabilidade externa. Além do mais, a medida de controle de capitais é vista nas propostas do novo regionalismo como uma medida complementar às medidas de cooperação financeira. Propomos, portanto, que o controle de capitais dentro desta nova arquitetura deve ser uma medida complementar adotada de forma individual por cada país-membro da região, já que estes apresentam realidades muito diferentes, o que torna a ideia de uma medida única para a região pouco coerente com a nova arquitetura que pretende levar em conta as características individuais de cada país-membro.

---

<sup>80</sup> Estes debates foram levantados por Vals (2011).

#### 4.6 Considerações finais

O ponto central desta tese está em destacar a importância da fragilidade financeira enfrentada pelos países da América do Sul e sua complexidade. Busca-se destacar a importância que este aspecto tem tomado dentro da nova arquitetura financeira mundial, principalmente devido ao seu impacto sobre o balanço de pagamentos dos países. Procura-se argumentar que iniciativas de cooperação financeira propostas pelo “novo regionalismo” são importantes como alternativas de financiamento, fonte de liquidez em momentos de crise, financiamento do desenvolvimento e prevenção de ondas de contágio. Entretanto, trata-se de iniciativas mais importantes para países de menor porte, não sendo tão eficazes para países de maior porte como o Brasil e a Argentina. Deve-se, portanto, construir também uma arquitetura que permita que a fragilidade financeira dos países de maior porte também seja amenizada.

O que se quer destacar é que, tendo em vista a característica dos fluxos de recursos dirigidos aos países através de compras e vendas de títulos de dívida direta por aplicadores em busca de alta rentabilidade, a vulnerabilidade para países que não têm moeda forte fica magnificada. De um lado, a possibilidade de reversões abruptas de recursos requer mecanismos de proteção que estejam menos dependentes da leitura que os países credores têm sobre os devedores, pois a lógica dos organismos multilaterais olha essencialmente o desequilíbrio desse último, sem considerar a especulação, o excesso de liquidez e a reversão abrupta ligada aos credores.

A este respeito é preciso então considerar a importância de mecanismos regionais de liquidez, mas é preciso considerar que o Flar tem sido importante em comparação com o FMI nos anos 2000 por conta do ajuste dos países na referida década, sendo que os próprios impactos da crise de subprime não significaram movimentos efetivos de fugas mais profundas de capitais.

Ademais, outro elemento importante dessa situação refere-se ao fato de que os anos que vão de 2003 a 2010 estiveram relacionados a um período de forte crescimento dos preços das *commodities* e de crescimento do comércio mundial, especialmente de produtos manufaturados ligados a recursos naturais. No curso desta dinâmica, os países da América do Sul apresentaram melhoras em seus balanços de pagamentos e operaram essencialmente com reservas crescentes.

As indicações recentes são as de que há mudanças importantes no cenário internacional com respeito a esta dinâmica: redução do preço das *commodities*; arrefecimento do comércio internacional e problematização da balança comercial dos países da região. Ou seja, é importante considerar a mudança de conjuntura, sendo que os caminhos futuros não apresentam uma trajetória previamente definida. Neste sentido, a questão da instabilidade e da vulnerabilidade não deixa de estar presentes, especialmente se pioram as condições do balanço de transações correntes dos países.

O que se percebe é que, efetivamente, para os países de menor porte, o Flar expandido poderia ser um fator importante para o caso de crises de liquidez, mas a nossa indicação é a de que ele não atinge países de maior porte como o Brasil e a Argentina. Por outro lado, a existência do fundo pode ser um fator positivo para a expectativa dos credores.

Devemos considerar, no entanto, que as reversões de recursos ocorrem recentemente muito mais devido a mudanças de estratégia dos aplicadores do que por “desconfianças” nos devedores. Neste sentido, a existência do Flar expandido, ainda que importante, não assegura que a volatilidade dos fluxos ligados a capitais voláteis será controlada e não se aplica ao caso de economias maiores.

No que se refere ao financiamento do desenvolvimento, os organismos regionais, a nosso ver, tem um maior potencial de efetividade. Por um lado, os valores liberados pela CAF já apresentam volumes mais altos do que os do Banco Mundial e do BID, mostrando o seu poder especialmente quando se considera as condições para captação internacional de recursos por sua boa classificação de *rating* (maior do que a dos países da América do Sul).

De outro lado, outro organismo essencial é o Banco do Sul, que poderia cumprir um papel anticíclico fundamental e de financiamento de projetos essenciais ao desenvolvimento. Neste caso, o Brasil precisaria ter uma posição mais efetiva, sendo que uma parte dos volumes acordados pelo país para participar com fundo de reserva no Banco dos Brics já seria importante se fosse dirigido, pelo menos em parte, ao Banco do Sul.

Em relação à criação do Banco do Brics<sup>81</sup>, deve-se levar em conta que o Brasil ocupará a presidência do conselho de administração do novo banco, logo se trata de uma alternativa importante para este país, já que este terá “voz” dentro da instituição. Além do mais, o Brasil, por se tratar de um país de grande porte e apresentar uma maior complexidade em termos financeiros, poderia apenas se beneficiar indiretamente da ação do Flar e da CAF. O Banco do Brics, por conter um tratado para o estabelecimento do arranjo contingente de reservas, com um montante inicial de US\$ 100 bilhões, funcionará como um “colchão de proteção” e será um mecanismo adicional a outros que já existem. Cabe ressaltar, no entanto, que é importante que recursos também sejam destinados por parte do Brasil para as outras instituições a fim de que haja uma melhora efetiva das condições de vulnerabilidade do país e dos outros países da América do Sul.

Para os países de menor porte da América do Sul, o Banco do Sul, Flar e CAF podem melhorar a captação de recursos. Os organismos multilaterais costumam fazer a análise dos países que não têm moeda forte sempre a partir do que acontece nos países desenvolvidos e não a partir da dinâmica própria destes países, o que dificulta a tomada de empréstimo pelos países menores. Se os organismos que fornecem recursos são da própria região, isso aumenta a probabilidade de se conseguir recursos, tanto no curto prazo, que é importante para a questão das crises em si, como para se obter recursos para o financiamento do desenvolvimento. Em relação ao financiamento do desenvolvimento, estes organismos podem auxiliar todos os países da região a fazer modificações estruturais nas economias. Este seria um fator importante para os países de grande porte como o Brasil. Ao modificar suas estruturas produtivas, os problemas de balança comercial ficam mais reduzidos, o que auxilia na redução da própria vulnerabilidade a longo prazo.

---

<sup>81</sup> Trata-se de um acordo entre Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. A instituição irá financiar projetos de infraestrutura e desenvolvimento, portanto, também está contida dentro da nova arquitetura de cooperação financeira.

## CONCLUSÃO

Ao longo desta tese, procurou-se destacar que os países sul-americanos, assim como outros países periféricos, encontram-se em uma situação subordinada, levando em conta tanto sua inserção comercial quanto financeira aos mercados mundiais. Nesses termos, esta tese se insere no contexto dessa problemática, buscando incorporar a abordagem da subordinação financeira aos marcos do debate estruturalista, considerando-se também a filiação teórica com Keynes e os autores pós-keynesianos. A indicação é de que a condição de subordinação tem condicionantes históricos e, no caso da questão financeira, ganhou novos contornos, principalmente a partir da década de 1980, com o avanço do processo de globalização financeira.

Um dos pontos ressaltados na tese corresponde à análise do avanço do processo de securitização agregado ao desenvolvimento das operações com derivativos. Além deste fator, destaca-se também que houve um crescimento da integração dos mercados financeiros, incorporando diferentes países com moedas que apresentam diferentes níveis de conversibilidade, resultando na formação de uma hierarquia de moedas. Os países que apresentam moedas que não são aceitas para denominar contratos e pagamentos internacionais (os países periféricos) devem oferecer uma rentabilidade para os aplicadores que apresente um diferencial positivo em relação à oferecida pelos países centrais. Essa dinâmica se apresenta mesmo para os países periféricos que demonstram “bons indicadores macroeconômicos”.

Neste contexto, argumentou-se que, devido à presença de moedas mais fortes no mercado, as moedas e ativos denominados nas mesmas, para se tornarem atrativos para os detentores de capitais, devem oferecer um diferencial de rentabilidade, independentemente de seu “bom comportamento”. Além disso, a decisão de direcionar recursos a instrumentos financeiros a ativos denominados em “moeda fraca” pode sofrer rápida reversão, na medida em que em momentos de instabilidade parte importante dos fluxos (especialmente os de “viés de curto prazo”) efetivam um movimento de “fuga para qualidade”. Este comportamento dos fluxos corresponde a um fator adicional de vulnerabilidade externa e este componente de vulnerabilidade também pode ser observado em países periféricos que possuem moeda fraca.

A tese procura destacar que este componente da vulnerabilidade está relacionado ao ingresso de fluxos que apresentem um “viés de curto prazo”, uma vez que estes

podem reverter rapidamente quando há mudanças na conjuntura. Ademais, essas mudanças afetam o próprio diferencial de rentabilidade exigido (que depende das expectativas de mercado e da própria especulação), afetando também a nova tomada de recursos e eventuais rolagens de dívidas.

Para melhor compreender os determinantes deste componente da vulnerabilidade financeira ligado à reversão abrupta de recursos foram realizados três estudos que tiveram como foco países da América do Sul. O primeiro envolve a construção do Índice de Vulnerabilidade Financeira-Reversão (IVF-R), que relaciona os estoques de passivos que apresentam “viés de curto prazo” em relação às reservas. O IVF-R indica o perigo da existência de estoques de passivos que podem reverter rapidamente em relação às reservas. O segundo estudo corresponde à análise dos fluxos dos componentes mais especulativos da conta financeira. O objetivo é o de indicar quais os subfluxos da conta financeira mais contribuem para a volatilidade total da conta.

O terceiro estudo diz respeito a um modelo de Vetores Autorregressivos (VAR) para relacionar a volatilidade da conta financeira com fatores exógenos, ligados ao mercado financeiro internacional e aos indicadores domésticos. Foi utilizado como variável que representa os “humores do mercado” o índice de “aversão ao risco”: o VIX. Também foi utilizada a variável “diferencial de juros” efetivada entre a taxa de juros norte-americana e a taxa de juros interna de mesmo perfil. Nesse sentido, nela está embutida a variável exógena da taxa norte-americana. Quanto aos indicadores nacionais, são usados os dados referentes à taxa de câmbio (*money market rate percent per annum*) obtida no Banco Mundial. Como variável que representa o balanço de pagamentos, utilizam-se o item do balanço de pagamentos que esteve dentre os que mais influenciaram a variância da conta financeira de cada país analisado no capítulo anterior e que tem o chamado “viés de curto prazo”.

O estudo foi aplicado para seis países da América do Sul e estes foram divididos em dois grupos: o primeiro contém os países que apresentavam como fluxos mais especulativos aqueles controlados por estrangeiros e, o segundo, aqueles cujos fluxos controlados por residentes eram dominantes na influência da variância da conta financeira. O objetivo deste estudo foi verificar se os fluxos “com viés de curto prazo” foram (ou não) influenciados pela variável conjuntural VIX e se essa também afetou o câmbio. Por fim, no último capítulo, analisou-se até que ponto o processo de integração

financeira da América do Sul pôde contribuir para diminuir o componente da vulnerabilidade financeira ligado ao risco de reversão de recursos.

Os resultados demonstraram que, para o caso dos países que apresentaram um maior resultado para o indicador IVF-R ao longo dos anos 1990, está explicitado o rápido crescimento dos estoques de passivos com viés de curto prazo nos momentos em que houve uma forte liquidez internacional naquela década. O perigo dessa situação ficou claro nos momentos de reversão de expectativas, especialmente nas crises da Ásia e da Rússia, quando o efeito de contágio se fez sentir. Nesse sentido, a análise nos indica que os países que apresentaram um alto indicador de “Vulnerabilidade-Reversão” foram fortemente afetados pela mudança de expectativa dos aplicadores, detentores desses estoques. Dada a sua flexibilidade, eles podiam ser rapidamente vendidos em mercados secundários, provocando uma forte saída de recursos e a isso se somava o menor ingresso de estrangeiros nesse momento, ocasionando forte impacto sobre as reservas.

Destaca-se ainda que a vulnerabilidade caiu para o período posterior ao ano 2002 e isso se deveu ao aumento das reservas, visto que se observa o avanço do ingresso dos capitais “com viés de curto prazo” para os países da região da América do Sul, mas notadamente para os países de maior porte – em especial o Brasil.

Considerando essa afirmação, os resultados dos estudos mostraram que o caso da Argentina deve ser analisado de uma forma específica, pois, após a crise cambial de 2001, esse país apresentou problemas com a renegociação de sua dívida externa, comprometendo seu acesso a recursos, mesmo em período de crescimento do país.

Outro resultado a ser destacado na análise do indicador de IVF-R refere-se ao crescimento mais forte da vulnerabilidade da Venezuela e do Peru no período pós 2008, em parte por conta da perda mais recente das reservas, mas também devido ao aumento dos fluxos com “viés de curto prazo”, para o caso da Venezuela.

A partir daí, o estudo que vem a seguir, relativo à análise dos fluxos que influenciam a dinâmica da Conta Financeira, complementa os resultados acima. A ideia é a de que a volatilidade da conta financeira é um fator desestabilizador, quando vem associada a um elevado IVF-R.

Ao efetuar esse segundo estudo, constatou-se que a separação entre os países mais complexos e de porte maior em comparação aos menos complexos e de porte

menor continuou sendo, via de regra, relevante. Os resultados mostram que, de um lado, encontram-se o Brasil, a Argentina e a Colômbia, ainda que o Equador também faça parte do mesmo grupo. Para esses países, os fluxos de investimentos em carteira de estrangeiros foi fundamental para explicar a volatilidade da conta financeira. Destaca-se, especialmente, o fluxo de títulos de renda fixa. O caso do Brasil apresenta a singularidade de que os investimentos em carteira de estrangeiros em ações também é fundamental, em particular no período pós 2008. Esses resultados confirmam a hipótese de que esses fluxos com viés de curto prazo são essencialmente voláteis e representam forte influência sobre a variância da conta financeira.

Para os demais países da América do Sul, os fluxos com “viés de curto prazo” de residentes foram importantes na contribuição para a variância da conta financeira – especialmente os relacionados a “investimentos em carteira de residentes em títulos de renda fixa” e “outros investimentos de residentes em moedas e depósitos”. Isso indica que os fluxos de residentes, com viés de curto prazo, importam para a volatilidade, de forma destacada para a maioria dos países desse segundo grupo.

A análise do segundo estudo complementa a do IVF-R. De fato, para os países desse grupo, os resultados indicam que o crescimento do estoque de ativos deve ser também visto com cuidado. Esse resultado nos mostra que a análise do IVF-R não deve ser tomada sozinha, uma vez que o comportamento dos residentes importa.

A partir dos resultados obtidos nestes estudos propostos foi possível identificar os fluxos de capitais que têm maior influência na volatilidade da conta financeira de cada país. Em relação ao estudo com os modelos de VAR, a primeira conclusão é a de que os fluxos que mais influenciaram a volatilidade das contas financeiras do Brasil, da Colômbia, do Chile e da Venezuela foram impactados pelo VIX de forma importante. Ou seja, para quatro dos seis países analisados, os fluxos voláteis foram impactados por fatores ligados à dinâmica da liquidez internacional e à mudança de percepção de risco mais geral dos mercados.

Os fluxos voláteis analisados do Uruguai e da Argentina não foram impactados pelo VIX. Mesmo assim, no caso da Argentina, o resultado, para nós, se justifica pela relativamente baixa captação de recursos no período considerado pelo fato de o país ter apresentado problemas com a negociação de sua dívida externa nos referidos anos. Dessa forma, o resultado demonstra que a dinâmica dos fluxos “com viés de curto

prazo” é extremamente volátil, afeta a dinâmica da conta financeira e é fortemente influenciada por fatores fora do alcance do país, definidos pela dinâmica da liquidez financeira internacional. Note-se, nesse contexto, que a dinâmica do índice VIX não reflete, de fato, acontecimentos internos a cada um dos países periféricos, sendo seu movimento ditado essencialmente pela dinâmica mais geral dos mercados.

O segundo destaque do estudo dos modelos VAR é o de que, tanto para o caso dos países em que os de estrangeiros (passivos) foram mais importantes para a volatilidade da conta financeira, quanto no caso dos países em que os fluxos de residentes (ativos) foram os mais importantes, os resultados da dinâmica desses fluxos foram semelhantes. Tanto os fluxos de estrangeiros em ações e também em títulos de renda fixa (PICAÇÕES e PICTRF), quanto os de residentes em moedas e depósitos e também os de residente em títulos de renda fixa (AOIMD e AICTRF) que foram analisados para os diferentes países atuaram de forma especulativa, sendo influenciados por variáveis conjunturais, fora do alcance do país.

Ademais, os fluxos de residentes analisados que foram impactados pelo VIX o fizeram na mesma direção, num movimento especulativo. Ou seja, nos momentos de instabilidade efetuaram um movimento de saída do país (quer seja pela via de moedas e depósitos, quer seja via compra de títulos de renda fixa no exterior).

Nesses termos, esses fluxos de residentes não realizaram um “efeito compensatório”, como sugeriu uma parte de estudos do FMI analisados na tese. Ao contrário, eles reforçaram a saída especulativa de recursos nos momentos de instabilidade. De fato, países que apresentam importantes aumentos de estoques de ativos podem ter aumentado esses estoques nos momentos de instabilidade, provocando saídas de recursos para o exterior nessa situação e podendo provocar uma piora das condições de reservas do país. Foi o caso, por exemplo, do Chile e da Venezuela.

O Brasil, a Colômbia, o Chile e o Uruguai tiveram o mesmo impacto no câmbio a um choque no VIX. Os únicos países para os quais o câmbio não foi impactado por variáveis conjunturais foram Argentina e Venezuela. Esta perspectiva é importante por mostrar o impacto da instabilidade sobre a compra e venda de moeda externa, mesmo em situação de uma dinâmica confortável da balança comercial, por exemplo.

No que concerne ao diferencial de juros, este foi impactado pela variação conjuntural, exceto para os casos do Uruguai e Venezuela. Nesse caso, especialmente considerando os países que utilizam diretamente o sistema de metas de inflação (Brasil, Colômbia, Chile) os impactos se dariam pela via do *pass through* do câmbio.

Em linhas gerais, os resultados confirmam a dinâmica perversa e fora do alcance do país provocada por mudanças conjunturais nos mercados financeiros globais e os impactos disso sobre o câmbio e os fluxos com viés de curto prazo.

Assim, um dos elementos intrínsecos a este cenário é o de que a dinâmica dos fluxos financeiros “com viés de curto prazo” é muito influenciada por fatores conjunturais. Nesse sentido, os resultados comprovam que quanto maior o peso desses capitais na dinâmica da conta financeira, maior o potencial de vulnerabilidade a mudanças de conjuntura, sendo que o estudo mostra como esse impacto na conjuntura também afeta o câmbio. Para alguns países também ocorre o impacto da dinâmica conjuntural sobre o diferencial de taxas e delas sobre os fluxos e sobre o câmbio.

Uma das conclusões importantes do estudo é a de que o Brasil é o país mais influenciado pelas variáveis internacionais, sendo, portanto, o mais exposto à “dinâmica dos mercados”. Este comportamento também é observado nos outros países, e é interessante destacar o caso do Chile.

Assim, conclui-se que os condicionantes da vulnerabilidade dos fluxos financeiros em países periféricos não são apenas ligados às variáveis domésticas. Destaca-se que eles são fortemente influenciados por condicionantes externos como foi mostrado no nosso estudo. Dado o diagnóstico deste “tipo” de vulnerabilidade financeira, cabe também questionar se existem alternativas que permitam aos países sul-americanos lidar com esta realidade e evitar o seu aprofundamento.

O controle de capitais é uma das alternativas viáveis para monitorar a grande entrada de fluxos nos países, sendo, portanto, um aspecto importante no controle da vulnerabilidade financeira tratada nesta tese. Entretanto, conforme indicado no capítulo quatro, os controles de capitais têm sido usados por vários países, mas eles têm sido limitados na redução da vulnerabilidade externa.

Uma alternativa que também tem avançado na América do Sul, ao longo dos anos 2000, engloba as ações de integração financeira. Nesse período mais recente, essas

ações vêm junto com o debate do chamado “novo regionalismo”, que retoma a importância do papel do Estado no avanço do desenvolvimento das nações periféricas e indica também a importância das ações de cooperação financeira regional num novo marco, que incorpora o avanço social dos países envolvidos.

Esta tese analisou o avanço dessas ações, levantando as principais instituições promotoras e atores da integração existentes no âmbito da América do Sul, além de verificar sua evolução e sua atuação temporalmente. A ideia do estudo foi a de avaliar se elas poderiam se colocar como proteções à vulnerabilidade e investigar até que ponto seriam suficientes para o tratamento da vulnerabilidade financeira dos países periféricos.

O estudo nos mostrou que, para os países de menor porte, o Flar expandido poderia ser um fator importante para atuar no caso de crises de liquidez, mas ele não terá magnitude suficiente para entrar em ação no caso de países de maior porte, como o Brasil e a Argentina. Mesmo assim, a existência do fundo pode ser um fator positivo para a expectativa dos credores.

No que se refere ao financiamento do desenvolvimento, os organismos regionais têm uma ação importante na redução da vulnerabilidade financeira, também para o caso dos países de menor porte, que não têm mercados financeiros diversificados e que se centram em financiamentos via bancos. Nesse caso, os valores liberados pela CAF já apresentam volumes mais altos do que os do Banco Mundial e do BID, mostrando o seu poder, especialmente quando se considera as condições para captação internacional de recursos que a CAF tem por sua boa classificação de *rating* (maior do que a dos países da América do Sul). Estes organismos podem auxiliar todos os países da região a fazer modificações estruturais nas economias. Este seria um fator importante para os países de grande porte como o Brasil, pois, ao modificar suas estruturas produtivas, os problemas de balança comercial ficam mais reduzidos, o que auxilia na redução da própria vulnerabilidade a longo prazo.

De outro lado, outro organismo essencial é o Banco do Sul, que poderia cumprir um papel anticíclico fundamental e de financiamento de projetos essenciais ao desenvolvimento. Neste caso, o Brasil precisaria ter uma posição mais efetiva, sendo que uma parte dos volumes acordados pelo país para participar com fundo de reserva no

Banco dos Brics já seria importante se fosse dirigido, pelo menos em parte, ao Banco do Sul.

Em relação à criação do Banco do Brics<sup>82</sup>, trata-se de uma alternativa importante para o Brasil. Quanto aos organismos da integração latino-americana, o Brasil poderia apenas se beneficiar indiretamente da ação do Flar e da CAF. O Banco do Brics, por conter um tratado para o estabelecimento do arranjo contingente de reservas, funcionará como um "colchão de proteção" e será um mecanismo adicional a outros que já existem. Cabe ressaltar que é importante que recursos também sejam destinados por parte do Brasil para as outras instituições, para que haja uma melhora efetiva das suas condições de vulnerabilidade e dos outros países da América do Sul.

Assim, conclui-se que as discussões propostas pelo novo regionalismo avançam nas questões da problemática da subordinação financeira dos países periféricos. A integração financeira para a América do Sul pode melhorar a captação de recursos para os países de menor porte da região através do Banco do Sul, Flar e CAF. Estas iniciativas são importantes, pois os organismos multilaterais costumam fazer a análise dos países que não têm moeda forte sempre a partir do que acontece nos países desenvolvidos, dificultando a captação de recursos aos países menores. Se os organismos que fornecem recursos são da própria região, isso aumenta a probabilidade de se conseguir recursos, tanto no curto prazo, que é importante para a questão das crises em si, como para o financiamento do desenvolvimento.

Esta nova proposta de integração regional destaca a importância de se ter mecanismos de financiamento do desenvolvimento e de ajuda financeira controlados pela região, propostas estas importantes para a América do Sul. No entanto, esses mecanismos não incorporam, de fato, a abordagem da reversão de recursos. Destaca-se que os instrumentos utilizados são importantes para os países de menor porte da região – inclusive para o apoio à reversão de recursos e para a própria influência sobre efeitos de contágio. No entanto, para o caso dos países de maior porte, a questão da vulnerabilidade financeira é mais complexa e estes organismos não são suficientes.

---

<sup>82</sup> Este é o nome fantasia que trata do banco resultante de acordo firmado entre Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. A instituição irá financiar projetos de infraestrutura e desenvolvimento, portanto, também está contida na nova arquitetura de cooperação financeira.

Apesar de considerar a importância desses avanços, o que esta tese demonstra é que a questão da vulnerabilidade financeira, vinculada à questão do perfil dos capitais com viés de curto prazo, é um elemento que não pode ser negligenciado – especialmente para os países com economias mais complexas na região. Neste aspecto, a integração financeira não é considerada em toda a sua complexidade por estes organismos, sendo importante um estudo mais aprofundado dos determinantes dos fluxos de capitais de cada país para adotar as melhores estratégias para cada um deles.

Nesses termos, é importante retomar o debate dos controles de capitais, porém efetivado caso a caso, na medida em que a dinâmica dos fluxos e estoques apresenta diferenças significativas entre os países. O controle de capitais seria mais eficiente nos momentos de expansão da liquidez internacional, para evitar o excesso de ingresso de recursos “com viés de curto prazo”. De outra parte, a questão dos controles envolve não apenas elementos de taxas cobradas sobre os fluxos, mas eventualmente também limites quantitativos.

O estudo da dinâmica dos subfluxos e de como eles afetam a dinâmica da conta financeira é um elemento determinante para a verificação, em cada país, do formato que deve ser implantado para os canais do controle de capitais. Ademais, a questão da cooperação financeira regional, no âmbito do financiamento do desenvolvimento, tem condições efetivas de prosperar, atuando de forma importante na região, entretanto, o avanço destas alternativas depende em grande parte do Brasil. Este é um fator crucial para as mudanças estruturais internas dos países da região. Mais uma vez, a ressalva é a de que este fator não é suficiente para conter a vulnerabilidade externa dos países, tendo em vista a complexidade da dinâmica dos fluxos financeiros, especialmente para os países de maior porte.

O combate à vulnerabilidade externa de países que não têm moeda forte, como os da América do Sul, deve envolver vários outros fatores. Ressalta-se que não se deve combater “unilateralmente” esta questão, ou seja, além de fortalecer instituições regionais, também é importante adotar medidas de controles de capitais específicas a cada país. Não existe assim, uma receita, um indicador, uma solução para esta questão.

Por último, cabe ressaltar que a vulnerabilidade financeira é estrutural, tendo também sua origem ligada às questões da especificidade da estrutura produtiva subordinada dos países periféricos. Nesse sentido, a vulnerabilidade financeira deve ser

destacada e combatida, porém nunca será solucionada sem atacar os entraves ao desenvolvimento ligados à estrutura produtiva.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADLER D., DJIGBENOU & SOSA (2014) . Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?. IMF working paper 14/60 abril
- AGLIETTA, Michel. *Macroéconomie financière*. La Découverte, 1995.
- AGOSTIN, Manuel e Rodrigo HERESI(2011), “Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano”,
- AQUINO F.V; COLOMBI, A. P. F. A persistência da vulnerabilidade externa no atual modelo de inserção internacional brasileiro. Artigo apresentado em III Congresso Latinoamericano de Historia Económica y XXIII Jornadas de Historia Económica Simposio 20: Cambio de la Inserción Internacional bajo los Nuevos Gobiernos de Suramérica después del Neoliberalismo (2012)
- AKYUZ, Yilmaz (2011): Capital flows to developing countries in a historical perspective. Will the current boom end with a bust and how?’, South Centre Research Paper 37.
- AMADO, A. M. (1999) Moeda, sistema financeiro e trajetórias de desenvolvimento regional desigual. In: Lima, G. et. al. (Eds.) *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Campus: Rio de Janeiro, 1999.
- ARESTIS, Philip; BROWN, Andrew; SAWYER, Malcolm C. (Ed.). The Euro: Evolution and Prospects. Edward Elgar Publishing, 2001.
- ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm C. Inflation targeting: a critical appraisal. 2003.
- ARESTIS, P & PAULA, L. F. de. (2008) Financial liberalization and economic performance in emerging countries. .Basingstoke: Palgrave Macmillan; 2008.
- ARTANA, D. (2010). *Why the Banco del Sur is a bad idea*. Americas Quarterly, 24/02/2010. Disponível em: <<http://www.americasquarterly.org/artana-banco-del-sur>>
- BABA, Chikako & KOKENYNE, Annamaria (2011). Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s in IMF Working Paper 11/281.
- BARBOSA FILHO N (2001). The balance-of-payments constraint: From balanced trade to sustainable debt. BNL Quarterly Review, 219: 381–400.
- BAUMANN, Renato. “Integração da América do Sul: dois temas menos considerados”, Seminário sobre integração da América do Sul, Palácio Itamaraty, jul-09, Rio de Janeiro.
- BELLUZZO, L. G. M. & ALMEIDA, Julio Sérgio G. de. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida ao impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

- BIANCARELLI, A.M. "O sistema financeiro doméstico e os ciclos internacionais de liquidez." (2007).
- BIAGE, M., CORREA, V. P. & NEDER, H. D. (2003), 'Risco país, fluxos de capitais e determinação da taxa de juros no Brasil: Uma análise de impactos por meio da metodologia vec', *Revista Economia* 9, 63–113.
- BIAGE, Milton, CORRÊA, Vanessa Petrelli & NEDER, Henrique Dandas. "Risco País, Fluxos de Capitais e Determinação da Taxa de Juros no Brasil: Uma Análise de Impactos por Meio da Metodologia VEC." *Revista Economia* (2008).
- BIELCHOWSKY, R. (1998). *Cincuenta años del pensamiento de la CEPAL: una reseña. En Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL. Textos seleccionados, vol. 1*, Santiago, Chile: Fondo de Cultura Económica.
- Bielchowsky, Ricardo (org). *Cinquenta anos de pensamento na Cepal* –2 volumes, co-edição Record-Conselho Federal de Economia-Cepal, R.Janeiro/S.Paulo, 2000
- BIS (Bank for International Settlements) (2012). *Quarterly Review*, March, 2012. Disponível em: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1203.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1203.htm).
- BLANCHARD, O. J.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. Rethinking macroeconomic policy. Washington: IMF, 2010. (IMF Staff Position Note, n. 10/03). Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>. Acesso em: 3 maio 2013.
- BLANKENBURG, S.; PALMA, J. G.; TREGENNA, F. (2010). "Structuralism", *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Second Edition. Edited by. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008. The New Palgrave Dictionary of Economics Online.
- BRAGA (1997). Financeirização global o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo in TAVARES. M. C. & FIORI, (ORGS), (Des)ajuste Global e modernização conservadora. Rio de Janeiro: Paz e terra.
- BRAGA, Márcio Bobik. "Integração econômica regional na América Latina: uma interpretação das contribuições da CEPAL." *Anais da ANPEC* (2001).
- BOURGUINAT, Henri. Maastricht et la théorie des zones monétaires optimales. *Revue française d'économie*, v. 7, n. 3, p. 3-27, 1992.
- CAMPBELL, John Y.; PERRON, Pierre. Pitfalls and opportunities: what macroeconomists should know about unit roots. In: NBER Macroeconomics Annual 1991, Volume 6. MIT press, 1991. p. 141-220.
- CALVO, LEIDERMAN e REINHART, 1993 → CALVO, L e REINHART (1993) "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America". IMF Staff Papers. 40(1). Washington, D.C.
- CAMARA-Neto, Alcino F., and MatíasVERNENGO. "Beyond the original sin: a new regional financial architecture in South America." *Journal of Post Keynesian Economics* 32.2 (2009): 199-212.

CANO, Wilson. "Alguns temas relevantes sobre América Latina e Brasil tratados por Celso Furtado." *SABOIA, João; CARVALHO, Fernando J. Cardim de (orgs.). Celso Furtado e o Século XXI. Barueri: Manole/Instituto de Economia da UFRJ (2007).*

CARNEIRO, Ricardo. "Notas sobre a integração sul-americana", Seminário sobre integração da América do Sul, Palácio Itamaraty, 23.07.09, Rio de Janeiro.

CARNEIRO, R. O. Dólar e seus Rivais. Observatório da Economia Global, Textos Avulsos–no. 1–Abril, 2010.

CARVALHO, F. J. C. et. alii (2000). Economia monetária e financeira. Rio de Janeiro: Campus.

CAVALCANTI, Marco AFH. Identificação de modelos VAR e causalidade de Granger: uma nota de advertência. *Economia Aplicada*, v. 14, n. 2, p. 251-260, 2010.

CHANDRASEKHAR CP (2007). Continuity or change? Finance capital in developing countries a decade after the Asian crisis. *Economic and Political Weekly*, XLII (50): 36–44.

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

CHICK, V. (1994) . A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança do investimento e dos juros. Porto Alegre: Ensaios FEE (15) 1.

CIA, E. "O banco sul , seus dilemas e os divergentes projetos de integração regional para a América do sul"2012.127f. Dissertação (Mestrado), Instituto de economia da Unicamp, Campinas,2012.

CINTRA, M. e PRATES, Daniela Magalhães; Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. Campinas: IE/Unicamp, 2007.

CLEMENTS, Benedict J.; KAMIL, Herman. Are capital controls effective in the 21st century? The recent experience of Colombia. IMF Working Papers, p. 1-25, 2009.

CORAZZA, Gentil. Globalização Financeira: A utopia do mercado Economia-Ensaio, Uberlândia, 19(2): 125-140, jul./2005.

CORAZZA, Gentil. O" regionalismo aberto" da CEPAL e a inserção da América Latina na globalização. *Ensaio FEE*, v. 27, n. 1, 2006.

CORRÊA a estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento. Tese de doutorado apresentada ao IE UNICAMP (1996)

CORRÊA, V. P (2004). Política macroeconômica e dinâmica do Déficit Público pós Plano Real - a interrelação com o modelo de abertura financeira. *Anais do IV Colóquio Latino Americano de Economistas Políticos*. São Paulo: SEP - Soc. brasileira de Economia Política, 2004. v. 1. p. 1-25.

CORRÊA, Vanessa P., Maria de Lourdes R. MOLLO, & Milton BIAGE (2008) "Vulnerabilidade de mercado x Vulnerabilidade de país: discutindo as políticas liberais

e a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil. Anais do XII Encontro Nacional de Economia Política da Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP), UFPB. 2008.

CORRÊA, V.P.; BIAGE, M.; NEDER, H.D. (2008). Risco País, fluxos de capitais e determinação da taxa de juros no Brasil: uma análise de impactos por meio da metodologia VEC. Revista Economia, Vol. 9, p.110-150.

CORRÊA, V.P.; MOLLO, M.R.L. e BIAGE, M. (2009). Vulnerabilidade do Mercado X Vulnerabilidade de País: discutindo as políticas liberais e a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil. Anais do XIII Encontro Nacional da Sociedade Brasileira de Economia Política, SEP.

COUTINHO L & BELLUZZO L. G. (1998). Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. Economia e Sociedade no 11, dez. Campinas

CROCCO, M., and F. JAYME Jr. "Independência e autonomia do Banco Central: mais sobre o debate." Belo Horizonte, Cedeplar (2003).

CUNHA, André Moreira, et al. "Moeda Única no Mercosul Ampliado: avaliando riscos e perspectivas." I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (2008).

CUNHA, André Moreira, et al. "A Integração Monetária e Financeira Como Alternativa para a Redução da Vulnerabilidade Externa das Economias Periféricas." XI Encontro Regional de Economia - ANPEC-Sul 2008(b)

CYSNE, R. P. (2008) *Passivo Externo Líquido Versus Dívida Externa Líquida*, 2008. Disponível em: <[www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS\\_E\\_REPORTAGENS\\_DE\\_POL\\_ECON](http://www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_DE_POL_ECON)>

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

DE PAULA, LUIZ FERNANDO RODRIGUES & A. J. ALVES JÚNIOR (1999). Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. Revista de Economia Política 19.1 (1999): 73.

De PIZA, E. C., & DIAS, J. (2006). Novo consenso macroeconômico e política monetária no Brasil: uma Avaliação Empírica. In *Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia [Proceedings of the 34th Brazilian Economics Meeting]* (No. 164). ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pósgraduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics].

DEMIRGÜC-KUNT, A. & DETRAGIACHE, E. (1998) → "Financial liberalization and financial fragility", IMF working paper WP/98/83

DEOS, Simone S. de; MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de; WEGNER, Rubia C. Cooperação financeira no Mercosul e o financiamento do investimento. Nova Economia, v. 23, n. 1, p. 155-184, 2013.

DI FILIPPO, A. (2009). "Estructuralismo latinoamericano y teoría económica", Revista Cepal, n. 98, 181-202.

- Dickey, D.A. and Fuller, W.A. (1979), "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, Vol.74, pp.427-431.
- Dickey, D.A. and Fuller, W.A. (1981), "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Econometrica*, Vol.49, pp.1057-1072.
- DIXON, R.; THIRLWALL, A. P.; KING, J. E. Economic growth in theory and practice: a Kaldorian perspective. Economic growth in theory and practice: a Kaldorian perspective, 1994.
- DOW, S. Incorporating money in regional economic models. In: DOW, S. (Ed.) *Money and the economic process*. Aldershot: Elgar, 1993b.
- DOW, S. The treatment of money in regional economics. In: DOW, S. (Ed.) *Money and the economic process*. Aldershot: Elgar, 1993a. p.56-72
- DYMSKI, G. (1998). Bubble Economy and Financial Crisis in East Asia and California: a spatialized Minsky perspective. Riverside: University of California (mimeo).
- EICHENGREEN, Barry (1999). Tward a new international financial architecture: a practical post Asia agenda. Institute for international Economics
- EICHENGREEN, Barry e LEBLANG, David Capital Account liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right? Cambridge: National Bureau of Economic research, 2002. (Nber Working Paper Series, 9427)
- ELLIOTT, Graham; ROTHENBERG, Thomas J.; STOCK, James H. Efficient tests for an autoregressive unit root. 1992.
- ENDERS, Walter. Applied econometric time series. John Wiley & Sons, 2008.
- ENDERS, Walter (2004). *Applied Econometric Time Series (Second ed.)*. New York: Wiley. pp. 283-288. ISBN 0-471-23065-0.
- ENDERS, Walter (2010). *Applied Econometric Time Series (Third ed.)*. New York: John Wiley & Sons. pp. 272-355. ISBN 978-0-470-50539-7.
- ENGLE, R. F.; GRANGER, C. W. J. Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica*, [S. l.], v. 55, n. 2, p. 251-276. 1987.
- FAJNZYLBER, Fernando; FAJNZYLBER, Fernando. La industrialización trunca de América Latina. Centro de Economía Transnacional., 1983.
- FAJNZYLBER, Fernando et al. Industrialização na América Latina: da caixa-preta ao "conjunto vazio". Copublicaciones, 2000.
- FAJARDO, María Esther Morales. Un repaso a la regionalización y el regionalismo: Los primeros procesos de integración regional en América Latina. *CONFINES de relaciones internacionales y ciencia política*, n. 6, p. 5, 2007.

- FARHI, M. (2007). Análise comparativa do regime de metas de inflação: *pass-through*, formatos e gestão nas economias emergentes. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 127, jul. 2007.
- FARHI, Maryse; PRATES, Daniela. A nova dimensão da vulnerabilidade externa. *Política Econômica em Foco*, n. 6, p. 1-6, 2006.
- FERRARI Filho, Fernando (1999). A moeda internacional na economia de Keynes.
- FERRAZ F.C.B.J. (2011) Análise dos determinantes dos spreads soberanos dos países emergentes. Dissertação de mestrado em finanças empresariais, apresentada à Fundação Getúlio Vargas, escola de pós-graduação em economia, Rio de Janeiro 2011
- FMI (2010). World Economic Outlook (WEO), abril.
- FMI (2011a). World Economic Outlook (WEO), janeiro.
- FMI (2011b). World Economic Outlook (WEO), junho.
- FMI (2011c). Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. Preparado pelo departamento de Estratégia, Política, Fevereiro de 2011, disponível em [www.imf.org](http://www.imf.org)
- FMI (2012). World Economic Outlook (WEO), outubro.
- FMI (2013). Global Financial Stability Report Report (GFSR), dezembro.
- FMI (2014a). World Economic Outlook (WEO), abril.
- FMI (2014b). Regional Economic Outlook – Western Hemisphere, capítulo III.
- FMI (2015a). World Economic Outlook (WEO), setembro.
- FLAR, Papers and Proceedings da IV Conferência Internacional de estudios económicos 2010 – Dirección de Estudios económicos, disponível em: <https://www.flar.net>
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) (2011), “El FLAR dentro de la arquitectura financiera regional: historia y desempeño en perspectiva”, Documento de trabalho interno, dezembro
- FOLEY, D. (2003). Financial fragility in developing economies. *Development economics and structuralist macroeconomics: essays in honor of Lance Taylor*, 157-168
- FORBES, K & F. WARNOCK (2012). “Capital flow waves: surges, stops, flight and retrenchment,” *Journal of International Economics*, vol. 88 (2), pages 235–251
- FREITAS, M. P. F. & PRATES, D. M. (1998). Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México. *Economia e Sociedade* 11 (1998): 173-98.
- FULLER, Wayne A. Introduction to statistical time series. John Wiley & Sons, (1976).
- FURTADO, C. (1964). *Development and Underdevelopment*, Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1964.
- FURTADO, Celso. *Criatividade e dependência na civilização industrial*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978.

FURTADO, C. (1980). Pequena Introdução ao Desenvolvimento: Enfoque Interdisciplinar. Rio de Janeiro, Cia. Editora Nacional.

FURTADO, C. (2000). Teoria e Política do Desenvolvimento Econômico. São Paulo: Paz e Terra (10 ed), [1967].

FURMAN, Jason & STIGLITZ Joseph (1998). Economic crises: evidence and insights from east Asia in *Brooking papers of Economic Activity* n°2 pp 1-114

GALLAGHER KP (2015). *Ruling Capital: Emerging Markets and Reregulation of Cross-Border Finance*. Ithaca, NY, Cornell University Press.

GONÇALVES, R. (1996). Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira, in: BAUMAN R. (org), *O Brasil e a Economia Global*. Rio de Janeiro: Ed.Campus

Granger, C. (1969), 'Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods', *Econometrica* 37, 424-438.

GRIFFITH-JONES, S. (1998). How to protect developing countries from volatility of capital flows? *Anais do Seminário Internacional: Modelos e políticas de desenvolvimento: tribute a Aníbal Pinto*. Rio de Janeiro, BNDES/CEPAL

GRIFFITH JONES, S. (2003). The context for capital account liberalization; where goes the international financial system ? *Institute of Development Studies – University of Sussex* (mimeo)

GRÔPPO, G. S. de. Causalidade das variáveis macroeconômicas sobre o Ibovespa. 2004. 120 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, USP, Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2004.

HAUSMANN, Ricardo. "Should there be five currencies or one hundred and five?." *Foreign Policy* (1999): 65-79.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *Global financial stability report: the quest for lasting stabilit*. Washington: IMF, 2012. Disponível em: <<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2012/01/pdf/text.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *Macroprudential policy: an organizing framework*. Washington: IMF, 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *World Economic Outlook: Growth Resuming, Dangers Remain*. World economic and financial surveys. Washington: 2012a. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/text.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

JAYME Jr., F.G. and M.F.C. RESENDE(2009), "Crescimento econômico e restrição externa: teoria e a experiência brasileira", *Crescimento econômico: setor externo e inflação*, R. Michel and L. Carvalho (orgs.), Rio de Janeiro, Institute of Applied Economic Research (ipea).

JAYME JR, F. G. ; REZENDE, Marco Flávio . Restrição Externa ao Crescimento: Evidências Recentes no Brasil. *Economia & tecnologia (UFPR)*, v. 12, p. 05-18, 2008.

KALDOR, N. Causes of the slow rate of economic growth of the united kingdom. In: KING, J. E. *Economic growth in theory and practice: a kaldorian perspective*. Cambridge: Edward Elgar, p.279-318. 1994.

KALTENBRUNNER, A. "How to interpret the forward rate in the foreign exchange market? Horizontalists vs. Structuralists in the Open Economy", 2012

KALTENBRUNNER, A & PAINCEIRA, J. P. P. (2014). Developing Countries' changing Nature of Financial Integration and New Forms of External Vulnerability: the Brazilian experience. *Cambridge Journal of Economics*, Outubro.

KENEN, Peter B. "Currency internationalization: an overview." *BIS Papers* 61 (2011): 9-18.

KAWAI, Masahiro; TAKAGI, Shinji. Rethinking capital controls: the Malaysian experience. *Macroeconomics Working Papers*, v. 473, 2003.

KEYNES, J.M. (1923). *A Tract on Monetary Reform*. Reimpressed by PB Publishing, 2008.

KEYNES, J.M. (1930). *A Treatise on Money*. Volumes I and II. Reimpressed by Martino Publishing, Mansfield Centre, 2011.

KEYNES, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Reimpressed by PB Publishing, 2008.

KEYNES, J. M. "Alternatives Theories of the rate of interest" (1971a). The Collected Writings of John Maynard Keynes, (CWJMK) vol. XIV, pg. 206 a 215. Londres: Royal Economic Society.

\_\_\_\_\_. (1971b). "The ex-ant theory of the rate of interest and money". CWJMK, Vol. XIV. Londres: Royal Economic Society.

\_\_\_\_\_. (1982). A Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Ed. Atlas.

KLOTZLE, A. C. (2008), Os determinantes das taxas de juros brasileiras para títulos públicos pré-fixados de longo prazo, Master's thesis, PUC-Rio.

KREGEL, J.A. (1996), *Risk and Implications of Financiai Globalization for National Policy Autonomy*, texto preparado para o Seminário Internacional "Macroeconomia ante a Globalização, realizado nos dias 2 e 3 de setembro de 1992, no Instituto de Economia!Unicamp.

KRUGMAN, Paul. "A model of balance-of-payments crises." *Journal of money, credit and banking* (1979): 311-325.

KOBAYASHI, T. C. (2008), Volatilidade da conta financeira do balanço de pagamentos: os casos do brasil, méxico, argentina e chile, Master's thesis, UFU

KORINEK, Anton. The new economics of prudential capital controls: A research agenda. *IMF Economic Review*, v. 59, n. 3, p. 523-561, 2011.

Lanne, M. & Lutkepohl, H. (2008), 'Identifying monetary policy shocks via changes in volatility', *Journal of Money, Credit and Banking* 40, 1131-1149.

LAVOIE, Marc. "A Post Keynesian view of interest parity theorems." *Journal of Post Keynesian Economics* (2000): 163-179.

LIMA, G. T. ; CARVALHO, V. R. S. . Macrodinâmica do Produto sob Restrição Externa: A Experiência Brasileira no Período 1930-2004. *Revista de Economia Aplicada*, v. 12, p. 55-77, 2008

- LJUNG, Greta M.; BOX, George EP. On a measure of lack of fit in time series models. *Biometrika*, v. 65, n. 2, p. 297-303, 1978.
- LUCAS, Robert E. Why doesn't capital flow from rich to poor countries?. *The American Economic Review*, v. 80, n. 2, p. 92-96, 1990.
- MACHINEA, José Luis e Daniel TITELMAN, Daniel (2007), “¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales, *Revista da CEPAL*, No. 91, abril, pp. 7-27
- MAGUD, Nicolas; REINHART, Carmen M. Capital controls: an evaluation. National Bureau of Economic Research, 2006.
- McCombie, J. S. L., Thirlwall A. P. *Economic growth and the balance of payments constraint*. New York: St. Martin's Press, 1994.
- MEDEIROS, C. A. (2008). Os dilemas da integração sul-americana. *Cadernos do Desenvolvimento* Ano 3, nº 5, Dezembro 2008
- MEYRELLES FILHO; Reflexões Sobre Crescimento com Restrição Externa e Controle de Capitais Série de textos para discussão UFG, Texto para Discussão n. 007
- MINSKY, H.(1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.
- MISHKIN, F. (2000). *Lessons from the asian crisis*. NBER Working paper Series nº 7102, Cambridge.
- MISSIO, Fabrício J.; JUNIOR, Frederico Gonzaga Jayme. Estruturalismo e neoestruturalismo: Velhas questões, novos desafios. *Análise Econômica*, v. 30, n. 57, 2012.
- MISSIO, F. J.; JAYME JR. F. G. & OREIRO, J. L. (2015). “The structuralist tradition in economics: methodological and macroeconomics aspects”. *Revista de Economia Política*, vol. 35, nº 2 (139), pp. 247-266, abril-junho/2015
- MIRANDA (1997). *Dinâmica financeira e política macroeconômica*
- MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. The Supremacy of Finance and the Crisis. *Brazilian Keynesian Review*, v. 1, n. 1, p. 55-70, 2014.
- MONTIEL, P. & REINHART, C. M. (1999). “The dynamics of capital movements to emerging economies during the 1990s”. In Griffith-Jones (orgs), *Short-term capital movements and Balance of Payment Crises*. Oxford: Oxford University Press
- MOTA VEIGA, P e Ríos, S. P. (2007). *O regionalismo pós-liberal na América do Sul: origens, iniciativas e dilemas*. Série comércio internacional nº 82. Santiago: CEPAL. 2007.
- MORENO-BRID, J. C. (1998-99) On capital flows and the balance-of-payments constrained growth model, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 21.

MORENO-BRID, J. C. (2003) Capital flows, interest payments and the balance-of-payments constrained growth model: a theoretical and an empirical analysis, *Metroeconomica*, Vol. 54, no. 2, May.

MUNIZ A. L. P. (2010) “Notas sobre a evolução das inovações financeiras e sua relação com a instabilidade do sistema econômico “ Artigo publicado na Revista CEPPG – Nº 23 – 2/2010 – ISSN 1517-8471 – Páginas 104 à 118

NOIJE V. P. (2009). “Trade-off” entrada de divisas e (melhora a solvencia externa) e aprciacao cambial ( que tende a piorar o deficit em transacoes correntes)

OBSTFELD, M. (1994).The logic of currency crises. NBER Working paper Series, nº 4.640 ,Cambridge.

OBSFELD, Maurice, and Alan M. TAYLOR. *Global capital markets: integration, crisis, and growth*. Cambridge University Press, 2004.

OBSTFELD, M. (2012). Does the Current Account Still Matter? National Bureau of Economic Research, Working Paper, nº 17877.

OCAMPO, J. A. (2006). La cooperación financiera regional: experiencias y desafíos. In: Ocampo, J. A. (Org). *Cooperación financiera regional*. Santiago. Cepal (libros de la Cepal no. 91),2006. p. 13-56.

OCAMPO, José Antonio y Daniel TITELMAN(2009-10), “Subregional Financial Cooperation: The South American Experience”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 32 No. 2

OCAMPO, José Antonio (2012). “La arquitectura regional a la luz de la crisis”. Em FLAR: Papers and proceedings VI Conferencia Internacional de Estudios Economicos 2012 – Dirección de Estudios econômicos. disponível em: <https://www.flar.net>

OREIRO, J. L., Paula, L. F., Ono, F. H. & Silva, G. J. C. (2006), ‘Determinantes macroeconômicos do spread bancário no brasil: teoria e evidência recente.’, *Economia Aplicada* 10, 609–634.

PAINCEIRA, Juan Pablo e CARCANHOLO (2002), Marcelo Dias. Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina na década de 90. Anais do VII Encontro de Economia Política da SEP.

PEREIRA, V.D.P fluxos de capitais com viés de curto prazo e vulnerabilidade externa no Brasil no período 2000-2014.Uberlândia IE/UFU (Tese de doutorado, 2015

PERRON, Pierre. The great crash, the oil price shock, and the unit root hypothesis. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, p. 1361-1401, 1989.

PESARAN, H. Hashem; SHIN, Yongcheol. Generalized impulse response analysis in linear multivariate models. *Economics letters*, v. 58, n. 1, p. 17-29, 1998.

PHILLIPS, Peter CB; PERRON, Pierre. Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, v. 75, n. 2, p. 335-346, 1988.

PLIHON, D. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1996.

\_\_\_\_\_. *L'économie de fonds propres: un nouveau régime d'accumulation financière*. Paris: CEDI, 1999. (Mimeogr.).

PRATES, Daniela M. Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90. Campinas: IE/UNUCAMP (Dissertação de Mestrado).

PRATES, D. E FARHI M. (2004). Economias Emergentes e os ciclos de liquidez. Apresentação de Trabalho/Seminário, 1997.

PRATES, D. (2002). *Crises financeiras nos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa. 2002* (Doctoral dissertation, Tese (Doutorado)—Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas).

PRATES, D. M. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional". *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263--288, maio/ago. 2005.

PRATES, D. M. ; CUNHA, A. M. (2013). Controles de capitais e o perfil do passivo externo brasileiro: tendências recentes e perspectivas. *Indicadores Econômicos FEE*, Vol. 40, p. 71-82.

PREBISCH, R. 1950. *The Economic Development of Latin America and its Principal Problems*, New York, United Nations

PREBISCH, R. (1962). "El desarrollo económico de América Latina y algunos de sus principales problemas", *Boletín Económico América Latina*. Rodriguez, O. (2009). *O Estruturalismo Latino-Americano*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira

PREBISCH, R. 1981. *Capitalismo Periférico: Crisis y Transformación*, México, Fondo de Cultura Económica

PREBISCH, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais. *Estudio Economico de la América Latina, 1948 (E/CN 12/89)*, Nações Unidas e CEPAL, op. cit., 2000.

PUDWELL, Celso Afonso Monteiro. *Fragilidade financeira externa, a partir de Minsky, e os desequilíbrios externos no Plano Real (1994-98)*. 2001.

RESENDE, M.F.C. & AMADO, A.M. (2007). *Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina*, *Revista de Economia Política*, v. 27, n. 1, janeiro.

REY, Hélène. *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. National Bureau of Economic Research, 2015.

RODRIGUEZ, O. (2009). *O Estruturalismo Latino-Americano*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira

ROMERO, J. P ; SILVEIRA, F. ; JAYME Jr. . Brazil: structural change and balance-of payments constrained growth. *CEPAL Review (Print)*, v. 105, p. 185-208, 2012.

ROSSI, P.L. (2016). Taxa de câmbio e política cambial no Brasil – teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação. São Paulo: FGV Editora

SANAHUJA, J.A. La construcción de una región: Sudamérica y el regionalismo posliberal. In: Cienfuego M. y Sanhauja J. A. (org.): Una región en construcción. Unasur y la integración en América del Sur, Fundación CIDOB, Barcelona, 2010, pp.

Sarriera, J. M., Cunha, A. M., & da Silva Bichara, J. (2010). Moeda Única no Mercosul: uma análise da simetria a choques para o período 1995-2007. *Revista Economia*.

SEVERO, Luciano Wexell, and Doutorando do Programa de Economia Política. "AMÉRICA DO SUL: MECANISMOS DE FINANCIAMENTO DE CURTO PRAZO." Em III Simpósio de Pós-Graduação em Relações Internacionais do Programa "San Tiago Dantas" (UNESP, UNICAMP e PUC/SP) 8 a 11 de Novembro de 2011

SILVA, Guilherme Costa Jonas; RESENDE, Marco Flávio. A crise está aí, e agora. Dossiê da Crise, Associação Keynesiana Brasileira, 2008.

SINGER, Hans W. The distribution of gains between investing and borrowing countries. *The American Economic Review*, v. 40, n. 2, p. 473-485, 1950.

SINGER, Hans W. Terms of trade and economic development. In: *Economic Development*. Palgrave Macmillan UK, 1989. p. 323-328.

SQUEFF, G. C. & ODDO, M. (2015). A heterogeneidade estrutural no Brasil de 1950 a 2009, in INFANTE, R; MUSSI, C; ODDO, M (orgs) Por um desenvolvimento inclusivo, - o caso do Brasil. CEPAL/OIT/IPEA (Março 2015)

Spirtes, P., Clark, G. & Richard, S. (2000), *Causation, Prediction, and Search*, MIT Press.

Swanson, N. R. & Granger, C. (1997), 'Impulse response functions based on a causal approach to residual orthogonalization in vector autoregressions', *Journal of the American Statistical Association* 92, 357-367.

STIGLITZ, Joseph E. The current economic crisis and lessons for economic theory. *Eastern Economic Journal*, v. 35, n. 3, p. 281-296, 2009.

STREET, James H.; JAMES, Dilmus D. Institutionalism, structuralism, and dependency in Latin America. *Journal of Economic Issues*, v. 16, n. 3, p. 673-689, 1982.

SUNKEL, Osvaldo. The pattern of Latin American dependence. In: *Latin America in the International Economy*. Palgrave Macmillan UK, 1973. p. 3-34.

TAVARES, Maria da Conceição. El proceso de sustitución de importaciones como modelo de desarrollo reciente en América Latina. 1969.

TAVARES, Maria da Conceição; MELIN, Luiz Eduardo. A desordem globalizada e a nova dependência. *Revista ANPEC*, n. 2, 1997.

THÉRET, B (2007) "Os três estados da moeda. Abordagem interdisciplinar do fato monetário". *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, n. 1 (32), p. 1-28, abr. 2008.

Thirlwall A. P. "The balance of payments constraint as an explanation of international growth rates differences". *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 128, pp. 45-

53, 1979.

Thirlwall A. P., Hussain M. N. “The balance of payments constraint, capital flows and growth rates differences between developing countries”. *Oxford Economic Papers*, 34, pp. 498–509, 1982.

TITELMAN, Daniel (2006), “Subregional Financial Cooperation: The Experiences of Latin America and the Caribbean”, em José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 7.

TITELMAN, Daniel; VERA, Cecília; CARVALHO, Pablo & Pérez-Caldentey, Esteban. (2012), “Hacia una cobertura regional más amplia de un fondo de reservas”, em FLAR: Papers and proceedings VI Conferencia Internacional de Estudios Económicos 2012 – Dirección de Estudios económicos. disponível em: <https://www.flar.net>

UNCTAD (2007). *Trade and development report*. Geneve: United Nations Conference on trade and development

UNCTAD, Geneva. *World investment report*. 2010

UNCTAD (2012). *Trade and Development Report, 1981– 2011: Three Decades of Thinking Development*. United Nations Publication. Sales No. E .12.II .D.5, New York and Geneva.

UNCTAD (2011). *Trade and Development Report - Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II .D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (2013). *Trade and Development Report- Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E .13.II .D.3, New York and Geneva

VALS V. C. & LIBÂNIO, G. (2009). *Liberalização versus Vulnerabilidade: uma análise empírica da recente instabilidade financeira no Brasil a partir do índice de fragilidade externa*. Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira

VENTURA, A. & GARCIA, M. (2009). *Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: o rabo balança o cachorro*. Texto para discussão, PUC Rio de Janeiro, no 563