

# DINÂMICA DOS FLUXOS DE CAPITAIS NO BRASIL E OS CICLOS REFLEXOS NOS ANOS 2000

Henrique Ferreira de Souza<sup>1</sup>  
Vanessa Petrelli Corrêa<sup>2</sup>

## Resumo

Com o avanço dos processos de desregulamentação financeira, liberalização externa e, expansão das inovações financeiras, principalmente a partir das décadas de 1980 e 1990, é visto que o montante de capitais circulantes no globo aumentou sobremaneira, buscando novos destinos, através de formas mais líquidas e instáveis. A consequência desse movimento foi a enxurrada de capitais para os países periféricos, aproveitando-os dos novos mercados e das elevadas taxas de juros. A dinâmica destes fluxos financeiros, no entanto, por estar mais ligada a fatores extranacionais (ciclos de liquidez, taxa de juros norte-americana) do que propriamente aos fundamentos macroeconômicos, provocara forte instabilidade das contas externas destes países. Assim, uma vez que parte dos Investimentos Diretos é composto por mera compra de ações, a hipótese do trabalho é que sua dinâmica não foge deste movimento, e que parte dos seus fluxos tem caráter semelhante ao encontrado nos Investimentos em Carteira, por serem fluxos altamente voláteis e especulativos. O objetivo do trabalho é estudar, através de uma perspectiva pós-keynesiana, como se dá a dinâmica dos fluxos de capitais para o Brasil, com foco nas rubricas IDs e IC, passivos. A constatação é que parte dos IDs possuem dinâmica próxima a dos Investimentos em Carteira Passivos, com forte relação às mudanças do cenário externo e ciclos reflexos, ainda que para esta última rubrica estes fatos sejam mais evidentes.

## Abstract

With the progress of financial deregulation, external liberalization, and expansion of financial innovations, especially since the 1980s and 1990s, it is seen that the amount of capital circulating on the globe has increased highly, seeking new destinations through more liquid forms and unstable. The consequence of this movement was the flow of capital to peripheral countries, taking advantage of the new markets and high interest rates. The dynamics of these financial flows, however, being more related to foreign factors (liquidity cycles, USA interest rate) than to the macroeconomic fundamentals, caused a strong instability in the external accounts of these countries. Thus, since part of the Direct Investments consists of simply stock purchase, the hypothesis of the work is that its dynamics does not escape this movement and that part of its flows has a similar character to the one found in Portfolio Investments, since they are highly volatile flows and speculative. The objective of this work is to study, through a post-Keynesian perspective, the dynamics of capital flows to Brazil, focusing on the items DIs and PIs, liabilities. The fact is that DIs have dynamics close to the PIs, with a strong relation to the changes in the external scenario and reflex cycles, although for this last item these facts are more evident.

**Área 5:** Comércio e finanças internacionais.

---

<sup>1</sup> Doutorando em Economia no Programa de Pós-graduação do Instituto de Economia da UFU, bolsista CAPES.

<sup>2</sup> Professora e pesquisadora no Programa de Pós-graduação do Instituto de Economia da UFU.

## Introdução

O período pós-abertura financeira da década de 1990 marca acentuadas fases de expansão e retração da liquidez mundial. Nos anos mais recentes podemos destacar duas dinâmicas importantes:

(i) aquela referente ao período 2003-2007, que marca uma fase de alta liquidez, crescimento vigoroso dos países e, ao mesmo tempo, de crescimento do endividamento. Nessa fase, ademais, se observa um crescimento vigoroso dos países periféricos, dentre eles os da América Latina, puxado, em parte pelas condições favoráveis do comércio mundial e da forte demanda Chinesa por produtos primários e manufaturados ligados a recursos naturais.

(ii) outro período, que se descortina após 2008, em que se observa a descoordenação econômica e crise nos países centrais, movimento que se espalha para as economias do mundo. Nos anos pós 2008 pode-se indicar a retomada rápida de países periféricos entre o final de 2009 e 2012, fase em que se indica a possibilidade de "*deccoupling*". No entanto, depois de 2012, se observa uma dinâmica distinta, à medida em que esses países passam a apresentar problemas de crescimento, com especial destaque para os da América Latina, dentre eles o Brasil.

Um ponto que se pretende destacar é que não se pode dizer que, mesmo no período de expansão, os fluxos financeiros que se dirigiram aos países periféricos tiveram uma característica menos especulativa e que não tenham se revertido em momentos de mudanças de conjuntura (interna e externa). Ademais, na fase de maior instabilidade, especialmente após 2012, se observou a citada redução do crescimento de diferentes países periféricos e aí se explicitam as dicotomias, inconsistências e limites dos modelos de crescimento adotados pelos mesmos na fase de expansão.

Nesse contexto, pudemos ver que no primeiro período indicado ocorreu uma fase conjunta de expansão dos capitais para vários países periféricos, que não têm moeda forte, o que pode ser observado, tanto quando consideramos um grupo de países de economias mais robusta, de grande território e população (como o grupo dos BRICs), quanto como quando consideramos um grupo de países periféricos heterogêneos de uma mesma região (como o grupo dos países da América do Sul). Paralelamente, a segunda fase marca um período em que as taxas de crescimento arrefecem e em que se retomam as discussões sobre os "erros" cometidos durante a fase de expansão. Especialmente após 2012, o ritmo do direcionamento dos países para os periféricos muda, apresentando-se diferentes dinâmicas, a depender da região de destino. De qualquer forma, um comentário importante é o de que não se observa um movimento de fuga de capitais.

No contexto desse momento histórico em que ainda se vive o processo de mudança estrutural provocado pelo menor crescimento e de problematização financeira da Europa, pela reestruturação do crescimento dos Estados Unidos e pelo crescimento mais lento da China (ela também um país sem moeda forte), considera-se importante retomar a discussão sobre as características particulares dos países periféricos no que tange à sua posição monetária subordinada à lógica das moedas que têm dominância em nível mundial, bem como às características instabilizadoras que os capitais dirigidos a esses países provocam.

A discussão que se pretende desenvolver vincula-se à questão da instabilidade reflexa dos fluxos financeiros nos países periféricos face a mudanças conjunturais processadas a partir dos países centrais e à restrição financeira ligada à instabilidade dos fluxos dirigidos aos países periféricos, sendo que o interesse é o de verificar aspectos relativos ao caso brasileiro.

Esta discussão, por sua vez exige a compreensão que a dinâmica dos fluxos de capitais no período contemporâneo envolve movimentos muito mais instáveis, em comparação com o que se verificava nos períodos anteriores à década de 1980. De fato, a partir dessa década avançam as inovações financeiras que aprofundam a criação de novos passivos bancários mais flexíveis (iniciada na década de 1960), que avançam em direção do processo de securitização e crescimento de operações com derivativos. Isto, ademais, vem junto com o processo conjunto de desregulamentação financeira e liberalização externa, em que a dinâmica resultante de todas essas modificações provoca a forte inter-relação entre os mercados financeiros do mundo.

Nesse contexto, o trabalho engloba a compreensão dessa nova dinâmica e a percepção de

que as novas ferramentas e institucionalidades criadas possibilitaram uma maior velocidade na transação dos fluxos financeiros, sendo que se expandem aqueles que têm o que chamamos de “viés de curto prazo”, no sentido de que podem reverter a qualquer mudança de conjuntura (CORRÊA, 2006).

A partir daí o **primeiro plano de análise** é o destaque de que o estudo do Balanço de Pagamentos dos países deve considerar essa “nova roupagem” da conta financeira, que tem um viés de maior volatilidade.

O **segundo plano de análise** é o de destaque da especificidade dos países periféricos que não têm moeda forte no desenho desta dinâmica financeira internacionalizada (PRATES, 2005; DE CONTI, 2013), em que os fluxos de empréstimos via lançamento de títulos de dívida direta têm um papel forte.

Por fim, o **terceiro plano da análise** é o que avalia a condição particular da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro (um país periférico), no qual se apresentam condições estruturais de oferta de juros extremamente altos, a ponto de definir elevados patamares de rentabilidade a capitais internacionais e domésticos que estão em busca de valorização, especialmente em momentos de expansão da liquidez.

Neste contexto, o presente trabalho pretende analisar o movimento do Balanço de Pagamentos Brasileiro, centrando-se na dinâmica da Conta Financeira, no período 2000-2016. A perspectiva teórica de fundo, parte da abordagem de Keynes e da indissociável relação entre o “lado real e o monetário” em economias monetárias da produção.

O estudo envolve a análise da especificidade dos principais fluxos de recursos, mais especificamente, os da conta de Investimentos Diretos, confrontada com a conta de Investimentos em Carteira. O intuito é o de destacar que essa última é fortemente relacionada com a dinâmica da liquidez dos mercados financeiros globais, sendo muito volátil, mas que os Investimentos Diretos, podem, em parte, ter a mesma dinâmica, por conterem grandes volumes de compras de ações.

A hipótese levantada pelo artigo é o de que, não somente os Investimentos em Carteira têm um caráter especulativo, mas que os Investimento Diretos também apresentam, em parte, essa característica. Para compreender essa questão é preciso destacar a composição contábil dos Investimentos Diretos. Estes se subdividem em "Empréstimos Intercompanhias" e "Participação do Capital", em que a entrada de capitais para a compra de mais de 10% das ações ordinárias de uma empresa é contabilizado nesta última rubrica. Nesse sentido, parte dos capitais assim contabilizados são, essencialmente, Investimentos em Carteira.

Assim, o artigo está estruturado da seguinte forma. Após essa introdução, na segunda parte apresentamos a periodicidade da análise, de acordo os movimentos da liquidez internacional, que consideraremos para examinar a dinâmica dos fluxos de capitais na economia brasileira. Na terceira parte, apresentaremos a análise do movimento do Balanço de Pagamentos brasileiro, centrando-nos na Conta Financeira, seguindo a periodicidade mencionada. Por fim, para finalizarmos o artigo, apresentaremos os pontos mais relevantes e as considerações finais.

## **I – Periodicidade de análise da dinâmica dos fluxos no contexto da liquidez internacional**

No que se refere aos ciclos vinculados aos anos 2000, foco de nosso trabalho, a periodicidade da análise vai ao encontro da metodologia utilizada em vários estudos relacionados (CUNHA e PRATES, 2009; FMI 2011; PRATES e CUNHA, 2013; CORRÊA e PEREIRA, 2016), em que é feita uma divisão entre períodos de alta e baixa da liquidez dos mercados financeiros mundiais, além de considerar-se também os miniciclos dentro destes ciclos, os chamados “surto de recursos” (FMI, 2011).

Os movimentos de alta da liquidez vão ser aqueles momentos em que se percebe uma menor "aversão ao risco" por parte dos investidores mundiais. Nessas fases, materializa-se um maior fluxo de recursos dispostos a deixar os países centrais, de “moeda forte”, para se aventurar em países de moeda “mais fraca” (segundo a hierarquia das moedas), na expectativa de ganhos extra.

Os períodos de baixa liquidez referem-se a movimentos de “fuga para a qualidade”. São momentos em que há uma maior percepção do risco, e a tendência é a de uma corrida dos capitais para as economias de “moeda mais forte” e, para aplicações mais seguras. Nestes momentos os ciclos reflexos se explicitam com mais nitidez (RESENDE e AMADO, 2007), e a consequência deste movimento para os países periféricos é a da retração dos recursos líquidos entrantes.

A ideia por detrás da análise dos ciclos financeiros que estamos utilizando é a de que eles estão fortemente relacionados às políticas monetárias dos países centrais, mas também refletem as expectativas de mercado quanto ao andamento da própria dinâmica econômica mundial. Nesses termos, a liquidez do período pós 2002 está ligada aos ciclos de demanda por *commodities*, em que China e Índia promoveram uma forte demanda destes bens, inflando seus preços<sup>3</sup>.

Outra classificação são o que estamos chamando de “surto de recursos”, que se referem a subfases no interior dos períodos de liquidez. Estas são caracterizadas por períodos em que há forte concentração do influxo de recursos para os países periféricos. Ademais, essa não é uma tendência que se verifica apenas para alguns países periféricos, mas sendo, antes, um movimento mais geral que atingem o conjunto dos mesmos (FMI, 2015).

Em nossa periodização, apontamos que na década de 2000 há quatro ciclos de liquidez e três surtos de recursos:

### Quadro 1 – Ciclos de liquidez

“(i) <b>2002Q4-2008Q3</b> - Período de liquidez, em que se destaca o ajuste e crescimento dos países periféricos da Ásia, da América Latina e da Europa, em conjunto com o também crescimento dos países centrais e com o forte aumento no preço das <i>commodities</i> <sup>4</sup> .
“(ii) <b>2008Q4-2009Q2</b> - Período de retração de recursos e de ‘fuga para a qualidade’. Observa-se forte saída de capitais dos países periféricos e o espraiamento da crise <i>subprime</i> <sup>5</sup> , sobretudo para os países periféricos da Europa: Grécia, Portugal, Irlanda, Itália, Espanha.
“(iii) <b>2009Q3-2011Q3</b> - Novo período de liquidez. A partir do momento em que os Estados Unidos adotam uma política expansionista para contrarrestar a crise e reduz drasticamente os juros do país, observa-se uma nova injeção de liquidez e a queda geral das taxas de juros nos países centrais, que define uma “volta do apetite pelo risco”, na medida em que os grandes capitais buscam, mais uma vez, os diferenciais de juros oferecidos pelos países periféricos.
“(iv) <b>2011Q4 em diante</b> - Reversão de recursos com a problematização dos Bancos Europeus e rápido retorno (para os periféricos) após o apoio do BCE. O período posterior é de crescimento da volatilidade e indicação de problematização de países periféricos”

Fonte: CORRÊA e PEREIRA, 2016, p.128.

No que se refere aos Surto de Recursos temos: 1996Q4 – 1998Q2; 2006Q4 – 2008Q2; 2009Q3 – 2010Q2; 2012Q2–2014Q4.

Em termos das principais indicações referentes a esses períodos, a partir de 2003 podemos dizer que se abre uma nova fase de liquidez, que durará, basicamente até o segundo semestre de 2007, quando se destaca o primeiro movimento de explicitação da crise de *subprime*. Esta fase de liquidez caracteriza-se por um maior apetite dos investidores ao risco, com um processo de crescimento das economias do globo, e com a expansão da China - o que ocasionará

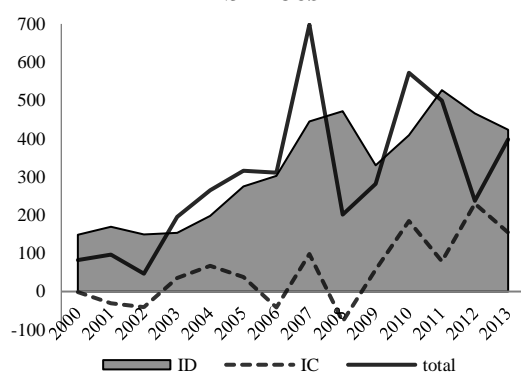
<sup>3</sup> A elevação dos preços das *commodities* também está relacionada com outros fatores, como: “[...] o acelerado processo de crescimento e urbanização da população mundial; a elevação da renda nos países em desenvolvimento; choques de oferta de origem climática, que afetam as cotações das *commodities* alimentícias; o uso de cereais e oleaginosas para a produção de biocombustíveis; e a especulação nos mercados futuros em um ambiente de abundante liquidez no mercado internacional” (CINTRA & ACIOLY, 2012).

<sup>4</sup> Um fato importante a mencionar é que o preço das *commodities* responde ao crescimento da demanda, mas também está fortemente relacionado ao direcionamento da liquidez crescente para aplicações em mercados futuros de *commodities*, que inflaram os seus preços (CORRÊA & PEREIRA, 2016).

<sup>5</sup> Mais conhecida como crise do *subprime*, a crise financeira de 2008 é aquela que se iniciou no mercado hipotecário norte-americano de alto risco e contaminou os demais ativos e economias do mundo, principalmente após a falência do banco de investimentos Lehman Brothers (CARDIM DE CARVALHO, 2008; CUNHA, PRATES e DA SILVA BICHARA, 2009).

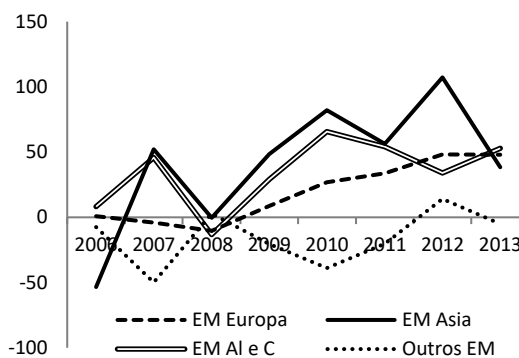
em elevado crescimento do comércio mundial e maior volume de fluxos financeiros destinados aos países periféricos. No caso dos países centrais, graças às engenharias financeiras ligadas à securitização de recebíveis articulada a esquemas de proteção nos mercados futuros, observa-se um expressivo aumento do crédito destinado às famílias e à construção civil. É uma fase de expansão, de facilidade de acesso a recursos e de busca por aplicações rentáveis.

**Gráfico 1 – Fluxos líquidos dirigidos a países Emergentes: Total, Investimentos em Carteira e Investimentos Diretos – em US\$ bilhões**



Fonte: IFS-FMI (*International Financial Statistics*).

**Gráfico 2 – Fluxos líquidos de Investimentos em Carteira dirigidos a países Emergentes<sup>6</sup> – em US\$ bilhões**



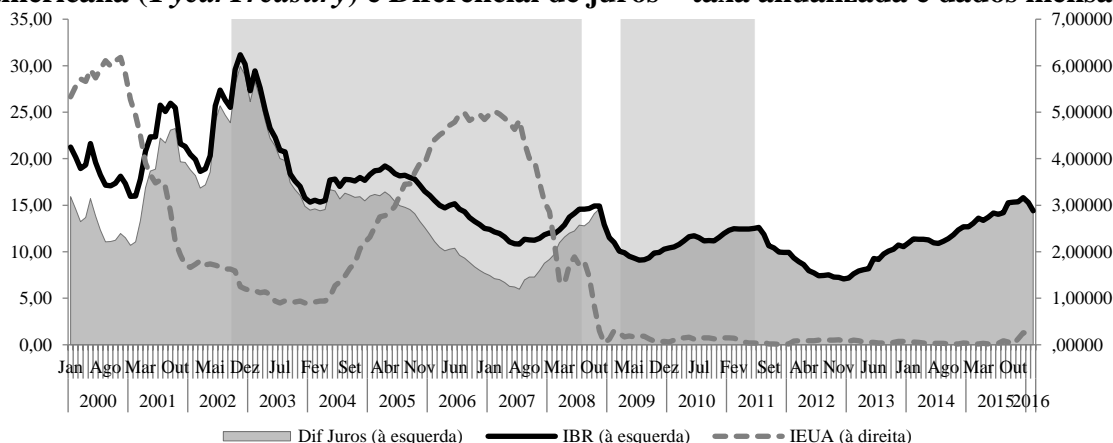
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de FMI (2014).

EM (Emergentes) – AL (América Latina) – C (Caribe)

No caso dos países periféricos da América do Sul, pode-se observar o crescimento da maioria dos países, sendo que a grande parte deles se beneficiou da expansão exacerbada do comércio de *commodities*.

Um elemento importante a comentar é o de que essa fase de expansão não é monolítica. Até 2004 se observa uma queda das taxas de juros dos países centrais, puxadas pela dinâmica das taxas de juros básica norte americana (Gráfico 3). A partir daí, há um aumento contínuo dessas taxas, que vai até 2006. A mudança da trajetória dessas taxas, em 2004, gera uma retração de liquidez, logo retomada quando fica claro que os aumentos das mesmas não seriam expressivos. Observa-se então uma retomada dos recursos para os países periféricos, que permanece até o primeiro semestre de 2007.

**Gráfico 3 – Taxa de juros brasileira (taxa swap DI pré 360), Taxa de juros norte-americana (1 year Treasury) e Diferencial de juros – taxa anualizada e dados mensais**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

Contudo, os ingredientes do crescimento generalizado do crédito, articulado a sistemas de securitização de recebíveis fizeram com que a economia mundial desaguasse em outra crise

<sup>6</sup> Nos dados do FMI há uma separação entre “*Emerging*” e “*Developing*” countries. Aqui estamos usando o conceito de EM (emergentes) considerando a somatória dos 2, equivalente aos Gráficos 1 e 2 e equivalente ao conceito de “periféricos” utilizado ao longo do texto.

econômica, a crise do *subprime*, em 2007/2008. De fato, entre o terceiro semestre de 2007 e primeiro semestre de 2009, o período é de grande instabilidade mundial, com fraco crescimento das economias centrais e maior aversão ao risco dos investidores, comprometendo o fluxo de negócios destinado aos países periféricos. O processo de crise, que afeta os Bancos e Seguradoras provoca importante impacto de renegociação de dívidas sobre os países devedores da zona do Euro, iniciando-se pelo caso da Grécia e expandindo-se para Irlanda, Portugal e Espanha. A problematização da Europa, com as políticas restritivas adotadas geraram um processo de importante queda do crescimento, que se somou à desaceleração da economia norte-americana.

No que se refere à dinâmica da liquidez mundial, podemos dizer que a política de “*Quantitative Easing*”<sup>7</sup>, adotada pelo governo norte-americano, gerou nova expansão de recursos dirigidos aos países periféricos, sendo que se implantava também um movimento de forte queda da taxa de juros básica norte americana (Gráfico 3).

O importante é compreender que estas medidas promoveram uma facilidade de liquidez. Ademais, a redução das taxas de juros, dos Estados Unidos gerou uma queda das taxas de juros dos países centrais em geral.

Desde fins de 2008, na tentativa de estimular o investimento e o consumo, a política monetária dos principais bancos centrais do mundo, como o Federal Reserve, o Banco Central Europeu, o Banco da Inglaterra, o Banco Central do Japão, tem sido a de reduzir, continuamente, a taxa básica de juros (MARQUES e NAKATANI, 2013, p.66).

Essa dinâmica elevou o “apetite pelo risco”, levando os investidores a procurar outras praças para a reprodução e valorização dos seus capitais, e provocando uma enxurrada de recursos para os países periféricos, sobretudo para aqueles que – como o Brasil – apresentavam taxas de juros mais elevadas, em comparação com a dos países centrais.

Isto é, nos momentos de elevada liquidez, o alto diferencial de juros apresentado pelo país é fator decisivo para o volume de capitais que ele atrai, principalmente, pela via de Investimentos em Carteira (CORRÊA e XAVIER, 2014; CINTRA e ACIOLY, 2012; PEREIRA, 2015).

Um outro fator a comentar é o de que, não somente a injeção de liquidez no mercado monetário norte-americano impacta nas decisões dos agentes. O anúncio das medidas, por si só, já é capaz de afetar movimentos importantes de recursos, mostrando o caráter conjuntural, volátil e expectacional de uma parte importante dos capitais que se dirige aos países periféricos.

Dessa forma, a redução das taxas de juros dos países centrais é essencial para entender a rápida expansão do influxo de recursos de Investimentos em Carteira para os países periféricos a partir de 2008, e isso se agregou aos estímulos de liquidez adotados pelo governo norte-americano.

Destacamos ainda algumas especificidades para o período pós 2009 e até 2012:

- i) Os fluxos de recursos passam a ser mais especulativos, aumentando-se a participação dos influxos de Investimentos em Carteira para os países periféricos em geral;
- ii) No caso dos fluxos de Investimentos em Carteira, o retorno se dá mais fortemente para os emergentes da Ásia e América Latina;
- iii) A magnitude dos fluxos é mais expressiva do que a do período anterior;

---

<sup>7</sup> Os programas de Quantitative Easing (QE) promovidos pelo banco central norte-americano (Federal Reserve – FED) nos últimos anos, foram programas de aquisição de ativos que normalmente não são (todos) adquiridos pelo FED através de políticas monetárias convencionais (*open market*), em que a sua promoção provocou forte expansão da liquidez nos mercados norte-americano e globais.

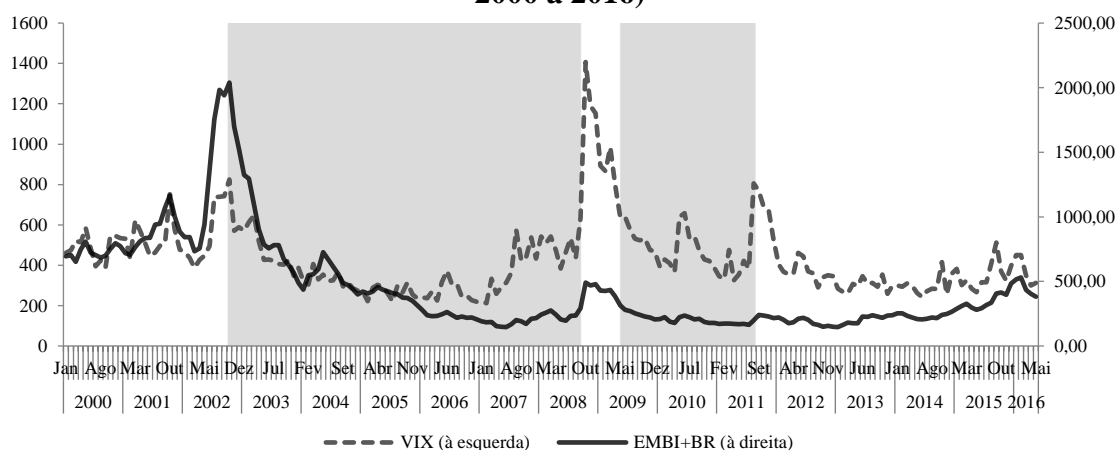
Sua finalidade foi, principalmente, restabelecer a atividade econômica e o emprego nos EUA após o abalo provocado pela crise do subprime, buscando: uma melhora do funcionamento dos mercados e dos balanços das companhias; a redução da taxa de juros de longo prazo e; afetar a taxa de juros de curto prazo (com o intuito de aumentar a demanda por ativos) (MATTOS, 2015).

- iv) O influxo de Investimentos Diretos dirigidos aos países periféricos se destaca em termos de volume, na comparação aos influxos dirigidos aos países centrais (UNCTAD 2011, 2012, 2013);
- v) No caso dos Investimentos em Carteira, em países como o Brasil e Tailândia, ocorre um importante crescimento dos Investimentos de Estrangeiros em Ações (FMI, 2011)

Ainda que a liquidez mundial tenha se mantido, a partir da crise se apresentou um fraco dinamismo do *quantum* de comércio, principalmente pela fraca recuperação das economias da Europa, submetidas à severa política de ajuste fiscal, pela recuperação lenta dos Estados Unidos e pelo crescimento menos robusto da China. Ou seja, essa é uma fase de redução dos preços das *commodities* e de queda do comércio, afetando os regimes de crescimento dos países periféricos que tinham forte relação com o comércio exterior – como os da América do Sul.

Uma inflexão importante do período pós 2009 ocorre no final do ano de 2011, quando os bancos europeus apresentam problemas de solvência, não conseguindo honrar com seus compromissos. Ocorre aí uma rápida retração de recursos e isso pode ser observado pela dinâmica do índice VIX<sup>8</sup> (Gráfico 4), que pode ser tomado como um indicador dos “humores de mercado”.

**Gráfico 4 – Índice de volatilidade (VIX) e Índice de Risco EMBI+Brasil (dados mensais de 2000 a 2016)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA e CBOE.

Note-se que, pelo mesmo índice, pode-se observar a melhora da percepção de risco dos aplicadores entre 2003 e 2006, e seu posterior aumento no segundo semestre de 2007, indicando os primeiros episódios da crise de *subprime*, que eclode de forma mais expressiva no segundo semestre de 2008. Nota-se também a piora da percepção de risco no final do ano de 2011, conforme comentado acima.

O índice EMBI+BR<sup>9</sup>, de certa forma, acompanha os movimentos do índice VIX, ainda que percebamos também, que a partir de 2003, com a melhora do cenário internacional e das condições externas dos países periféricos (e também do Brasil), aquele índice passa a apresentar menor volatilidade em relação ao segundo.

Por fim, destacamos que quando o Banco Central Europeu decide liberar a liquidez para os bancos em dificuldade se observa um retorno da liquidez, em 2012. Queremos, no entanto,

<sup>8</sup> O índice VIX (*SPX Volatility Index*), também conhecido como “Índice do Medo”, calculado pela *Chicago Board Options Exchange* (CBOE), mensura a volatilidade do mercado financeiro americano através da variação das vendas ou compras de um conjunto de ações, o S&P 500. Desta forma, uma queda do VIX indica uma redução das opções de venda ponderada das ações incluídas no S&P 500, ou seja, melhora na percepção do risco por parte dos aplicadores, enquanto que o seu crescimento indica justamente o contrário, ou seja, uma piora das expectativas de mercado e um aumento das opções de venda das ações (aumento da preferência pela liquidez).

<sup>9</sup> O índice EMBI+Br (*Emerging Markets Bond Index Plus* para o Brasil), também chamado de Risco-Brasil, calculado pela J.P. Morgan Chase, é a diferença entre “à média ponderada dos prêmios pagos por esses títulos [títulos da dívida externa brasileira] em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos, que são considerados livres de risco” (BACEN, 2015a)

observar o fato de que a dinâmica que se observa a partir daí é diversa. Destacamos três fatores importantes para os nossos propósitos:

- i) O volume de capitais dirigidos aos países periféricos passa a ser menor;
- ii) O direcionamento de recursos para a América Latina arrefece em comparação com a Ásia;
- iii) O dinamismo do influxo de Investimento Direto para os países periféricos passa a ser menos vigoroso

Ou seja; o período pós 2012 passa a ser menos expansivo para os países periféricos, em especial, para a América Latina.

## II – Dinâmica dos fluxos de capitais da Conta Financeira brasileira

Conforme já destacado, seguimos a interpretação de que a dinâmica da CF brasileira está fortemente relacionada à dinâmica da liquidez internacional. Desta forma, analisaremos a mesma, a partir da periodicidade apresentada, mas considerando também os dados relativos ao movimento das variáveis macroeconômicas. Nosso foco se centrará nas contas de Investimento Direto e de Investimentos em Carteira<sup>10</sup>.

### i. Período 2002Q4-2008Q3

A fase que vai de 2002 até o aprofundamento da crise de *supbrime* em 2008 é caracterizada pelo elevado crescimento do PIB mundial e importante trajetória de crescimento dos países periféricos, em parte puxados pela dinâmica do comércio internacional e do crescimento dos preços de *commodities* (influenciados fortemente pela demanda chinesa).

No caso da economia brasileira, seguimos a interpretação de que o país inicia uma trajetória de crescimento após 2003 primeiramente impulsionado pelo comércio internacional, mas destacando-se que o mercado interno passa a ser um elemento fundamental para a dinâmica de crescimento posterior (CORRÊA e SANTOS, 2014; SERRANO e SUMMA, 2011), em especial após 2006.

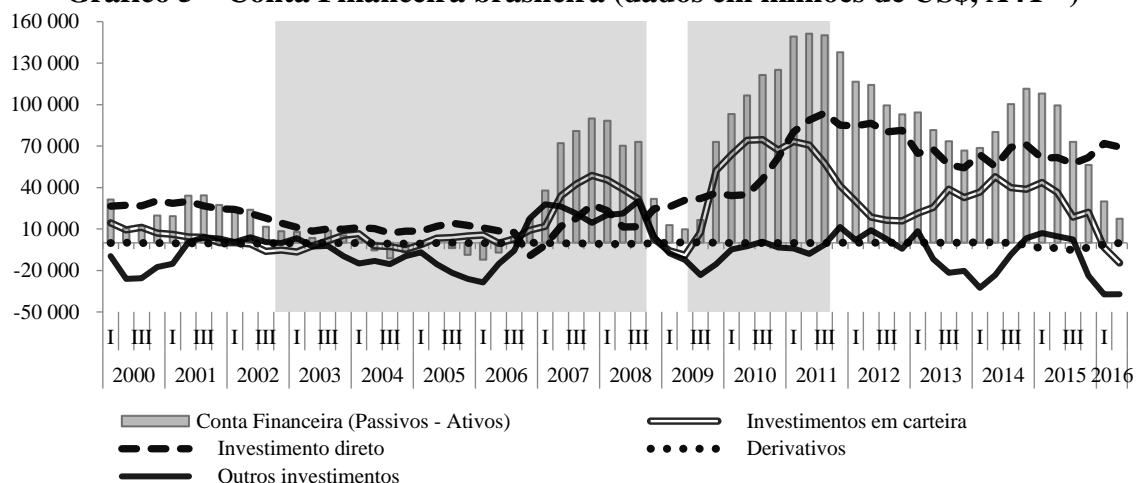
O saldo do Balanço de Pagamentos (BP), por exemplo, sai de um volume US\$ 0,3 bilhões (acumulados em 4 trimestres) no 4º trimestre de 2002, para mais de US\$ 70 bilhões no início de 2008. Para se ter ideia do papel da CF (maior responsável por este aumento a partir de 2006), ela vai de US\$ 8,5 bilhões no 4ºTri de 2002 (acumulados em 4 trimestres) e chega a mais de US\$ 80 bilhões no início de 2008 (Gráfico 5).

Paralelamente, o câmbio apresenta uma trajetória de valorização da moeda nacional contínua nessa fase e a taxa de juros básica se reduz paulatinamente. Note-se que, mesmo nessa fase, essa taxa se move para cima quando ocorre a modificação da trajetória da taxa de juros norte-americana em 2004 (Gráfico 3). O Risco País também se move aí, mesmo quando o índice VIX não apresenta importante oscilação (Gráfico 4). O nosso comentário é o de que, até 2005, o Risco País ainda respondia muito rapidamente às mudanças conjunturais – no caso, à taxa de juros norte-americana e o índice VIX. Mas, a partir daí se observa uma queda mais constante do Risco País.

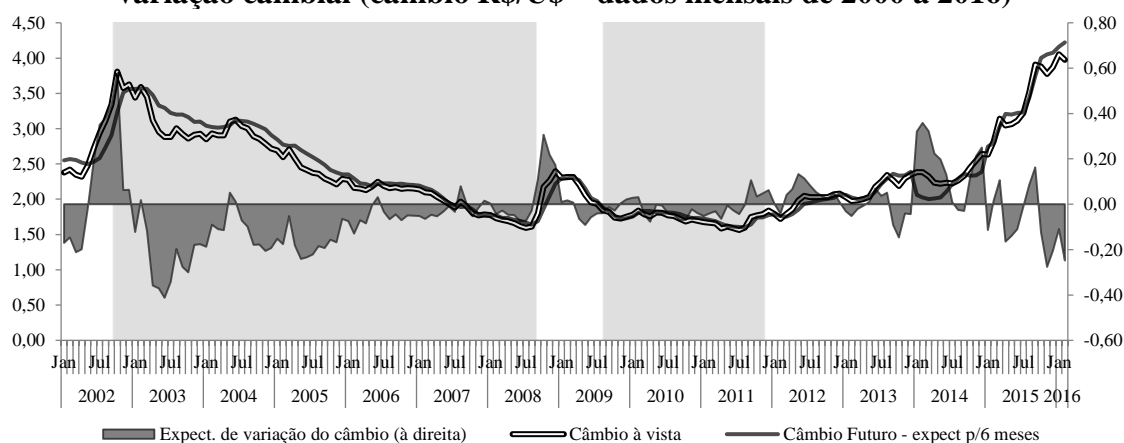
Ou seja, à medida em que o país foi crescendo de forma mais contínua, vemos a queda constante do Risco País, sendo que ele se descola mais da dinâmica do índice VIX. Um fato importante a mencionar é o de que a dinâmica de queda do Risco País é um fenômeno que atinge os países da América do Sul em geral, demonstrando uma redução da aversão ao risco dos agentes (redução da preferência pela liquidez).

<sup>10</sup> Todos os gráficos analisados que apresentarem pano de fundo estão demonstram a alternância entre períodos de alta e baixa liquidez (fundo cinza e branco, em que os períodos marcados pela cor cinza serão aqueles caracterizados pela alta liquidez dos mercados internacionais). Além disso, diferente da nova metodologia do BPM6 e apenas para facilitar a análise, contabilizaremos toda entrada de capital como valores positivos, e a saída como valores negativos. Assim, contas que apresentam valores líquidos são contabilizadas por Passivos menos Ativos.



**Gráfico 5 – Conta Financeira brasileira (dados em milhões de US\$, A4T<sup>11</sup>)**

Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

**Gráfico 6 – Taxa de câmbio *spot*, Expectativa de câmbio para seis meses e Expectativa de variação cambial (câmbio R\$/US\$ – dados mensais de 2000 a 2016)**

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA e BCB.

O crescente ingresso de recursos pela via da Conta Financeira (CF) se dá fortemente através de Investimentos em Carteira (IC) que, entre 2006 e 2010 passam a ter uma dinâmica de ingresso mais expressiva do que a dos Investimentos Diretos (ID) – exceção que se apresenta apenas no aprofundamento da crise em 2009. Note-se que essa é uma trajetória particular, já que, em nível mundial, os fluxos para emergentes é dominado pelos IDs.

No que se refere à dinâmica dos fluxos de Investimentos em Carteira líquidos, destacamos que em todos os períodos percebe-se que são os fluxos de passivos que dominam a conta em questão (Gráfico 7).

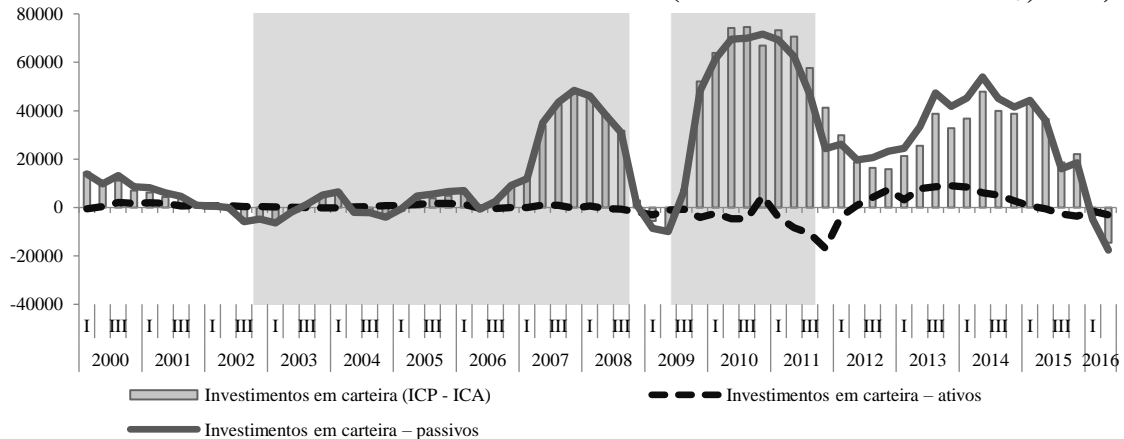
Adentrando os Investimentos em Carteira Passivos (ICP), referente ao fluxo de estrangeiros (Gráfico 8), podemos ver que, tanto os fluxos de Títulos de Renda Fixa (TRF), quanto os fluxos de Ações, foram relevantes na entrada de capitais por esta conta, mostrando a dinâmica do mercado de capitais na atração de recursos. Nota-se que os fluxos em Ações apresentam valores líquidos positivos já desde 2003, enquanto que os em TRF só passam a captar recursos de forma mais expressiva a partir de 2006, quando as taxas de juros norte-americanas param sua trajetória de crescimento, que se expandia desde 2004.

A influência da taxa de juros norte-americana sobre o fluxo de Títulos de Renda Fixa pode ser observada em 2004, quando a referida taxa inicia sua trajetória de crescimento. Se nota aí uma queda do resultado da rubrica líquida de TRF (fuga para à qualidade). Paralelamente, quando a taxa Treasury passa a apresentar uma redução no crescimento e uma posterior queda

<sup>11</sup> Acumulados em quatro trimestres (A4T).

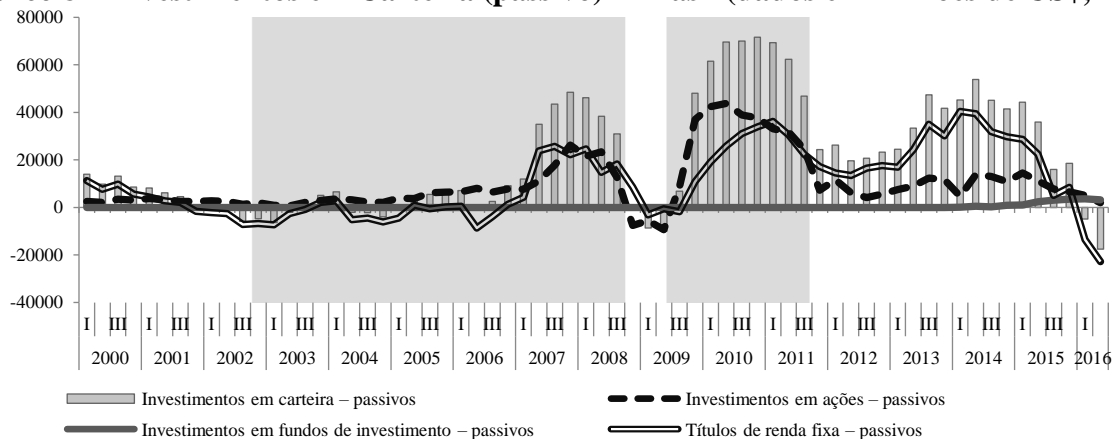
(entre 2006 e 2008), detecta-se a volta mais forte do “apetite pelo risco” e o ingresso mais expressivo de fluxos de capitais por esta via.

**Gráfico 7 – Investimentos em Carteira – Brasil (dados em milhões de US\$, A4T)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen

**Gráfico 8 – Investimentos em Carteira (passivo) – Brasil (dados em milhões de US\$, A4T)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

De outra parte, a conta de Investimento Direto (ID) também apresenta uma trajetória de crescimento importante nesse período.

Se olharmos para o ID e para suas subcontas (2º nível de abertura) vemos que a dinâmica desta conta se dá, majoritariamente, pelos Investimentos Diretos no País (IDP), que será aquela que nos interessará estudar mais de perto<sup>12</sup>.

Se analisarmos a conta Investimento Direto no País (IDP) com mais detalhe (Gráfico 10) vemos que a ascensão destes fluxos até 2005 esteve basicamente vinculada aos recursos contabilizados como "Participação no Capital" (IDP PC). Já, a partir de 2006, as Operações Intercompanhias (IDP OI) começam a ter uma participação importante. Ou seja; quando analisamos os fluxos de Investimentos Diretos, precisamos compreender que a dinâmica dos dois subfluxos citados têm comportamentos distintos.

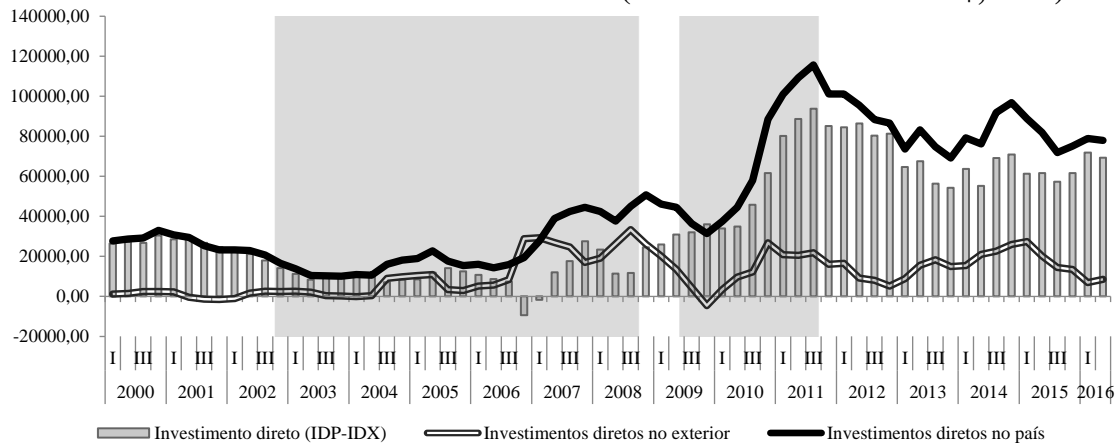
Para os propósitos do presente trabalho, em que queremos comparar a dinâmica dos Investimentos em Carteira, com o comportamento dos Investimentos Diretos Participação no Capital, não comentaremos mais explicitamente os movimentos das Operações Intercompanhias. Pelo Gráfico 10, vemos que a expansão dos IDP ocorre primordialmente em função do primeiro subfluxo, especialmente após 2006.

Para nós, a percepção de estabilidade do crescimento do país é um elemento importante para a atração de IDP PC, tanto em termos dos investimentos diretos que ingressam no país de

<sup>12</sup> Esta se refere essencialmente a Investimentos Diretos de estrangeiros no país, ainda que a nova metodologia do Balanço de Pagamento (BPM6) também incorpore, hoje, uma parte de residentes.

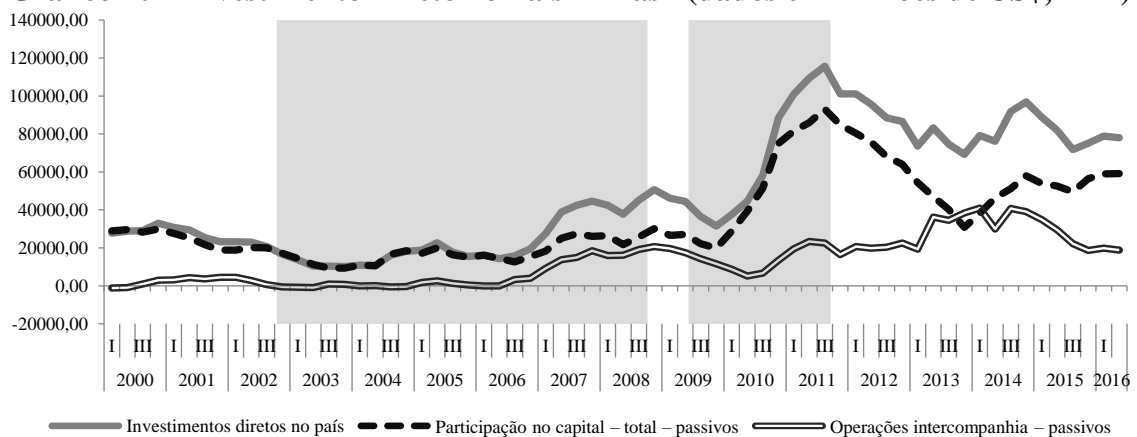
forma mais estável, focando na lucratividade setorial, quanto daqueles que têm um viés mais semelhante ao dos Investimentos em Carteira.

**Gráfico 9 – Investimento Direto – Brasil (dados em milhões de US\$, A4T)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

**Gráfico 10 – Investimento Direto no País – Brasil (dados em milhões de US\$, A4T)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

A hipótese do nosso trabalho é a de que entre 2003 e 2008 essa atração ocorre essencialmente na busca de ganhos que adviriam do aumento da lucratividade das empresas e da visualização de novas oportunidades de mercados. De outra parte, após 2009, parte importante dos Investimentos Diretos ingressantes no país estariam ligados a fatores especulativos - relativos a movimentos de variação do preço das ações. A análise mais detalhada dessa questão será comentada a seguir, quando analisarmos os próximos períodos.

Ao observarmos os dados desse período e considerando o fluxo de capitais dirigido aos países periféricos queremos destacar que:

a) O interregno 2002-2008 se apresenta como uma fase de alta liquidez nos mercados financeiros globais e de forte ingresso de capitais nos países periféricos em geral. Ainda assim, o Brasil apresenta uma performance particular, pelo volume dos capitais ingressantes.

b) A dinâmica dos Investimentos em Carteira é mais robusta no Brasil em comparação com outros países periféricos.

c) Até 2004 o Risco país ainda é muito sensível a variações conjunturais, mas de 2005, e até 2011, essa sensibilidade reduz-se fortemente.

d) Nessa fase, os fluxos de Investimentos Diretos são atraídos mais fortemente por oportunidades relacionadas às condições de lucratividade das firmas, em anos em que o PIB do país apresenta crescimento expressivo.

## ii. Período 2008Q4-2009Q2

Este período é caracterizado pela redução do comércio mundial, dos fluxos de capitais, e de retração do crescimento das economias do globo, mas com punição mais severa aos periféricos da Europa, em virtude, principalmente, da crise do *subprime*. Mas também é marcada por uma queda no patamar de crescimento da China e uma mudança de tendência dos preços das *commodities*, que começam a reduzir-se.

Quando a crise se aprofunda, em 2008, o Brasil apresentava condições externas favoráveis, como também situação fiscal e inflação sob controle, assim como a maioria dos países da América Latina e Ásia, o que transparecia suposta imunidade destes quanto aos choques externos (CUNHA, PRATES e DA SILVA BICHARA, 2009).

Do lado da CF, no entanto, observa-se uma importante reversão de recursos. Pelo Gráfico 5, vemos como ela cai abruptamente, chegando a saldos negativos nos dois primeiros trimestres de 2009 (para valores A4T). A venda agressiva de títulos por parte dos estrangeiros, gerou o rebaixamento dos preços e o paralelo aumento do prêmio exigido pela posse dos mesmos (taxa de juros) (CUNHA, PRATES e DA SILVA BICHARA, 2009). Para se ter ideia da redução expressiva dos fluxos líquidos, a CF passa de US\$ 88,2 bilhões (A4T) no início de 2008 para US\$ 9,9 bilhões no 2º tri de 2009.

Dentre os fluxos componentes da CF, vemos que os Investimentos em Carteira respondem rapidamente a esta instabilidade, reduzindo-se. De fato, o saldo de ICP passa a apresentar resultados negativos no início de 2009, observando-se a queda tanto dos fluxos em Ações quanto dos Títulos de Renda Fixa (TRF) (Gráfico 8).

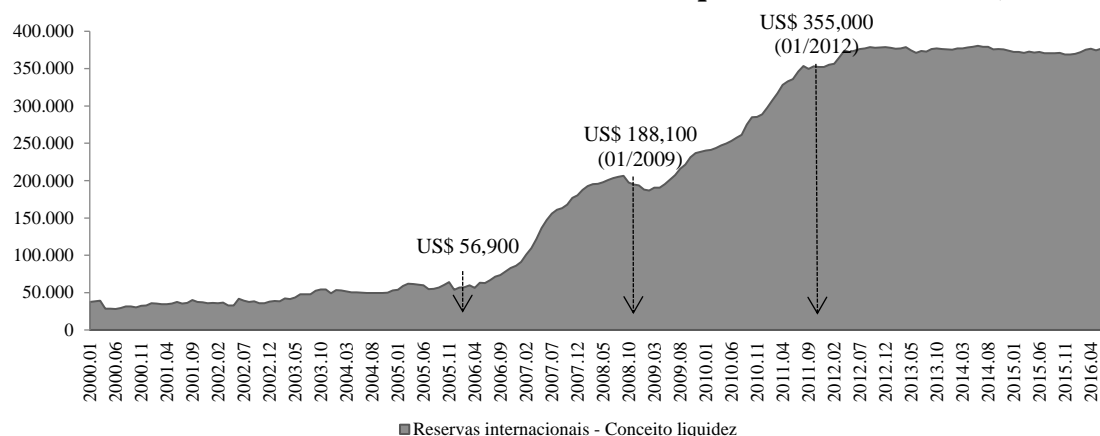
Já para o caso dos IDs, é importante destacar que eles não revertem de forma expressiva. Um comentário relevante é o de que isso ocorre tanto em termos da Participação no Capital quanto das Operações Intercompanhias (Gráfico 10). Isso caminha ao encontro da nossa hipótese: a de que a atração de IDs no período que vai até 2009 esteve ligada à performance da dinâmica econômica brasileira e à perspectiva de lucros das empresas. Ou seja; nos momentos de piora do Risco País, não ocorre saída abrupta dos IDs Participação no Capital, ainda que ocorra no caso dos IC.

O que se observa é que a piora do Risco-País (EMBI+Br), não ocorre por deterioração efetiva dos indicadores macroeconômicos do Brasil. Ou seja; não acontece pela piora real do risco de se investir no país, muito menos pela capacidade do país em honrar seus compromissos. Na verdade, ela é resultado do movimento geral de “fuga para a qualidade” que atinge os aplicadores “com viés de curto prazo” – principalmente vinculados às aplicações de IC. Seguimos a interpretação de que a elevação do Risco País ocorre, essencialmente, pela reversão da liquidez internacional e maior aversão em carregar ativos menos líquidos, de acordo com o peso atribuído à liquidez de cada moeda. Destarte, retorna-se à questão da hierarquia das moedas, no sentido de que aquelas moedas que estão na hierarquia mais baixa são preteridas nos momentos de instabilidade, gerando impactos de fragilidade externa a estes países (de moeda “fraca”), mesmo quando os seus indicadores macroeconômicos domésticos não atestam piora.

Na verdade, a percepção da fragilidade externa afasta os próprios investidores que a geraram, e acelera as remessas de lucros, dividendos e juros, bem como o resgate antecipado de empréstimos, tudo no propósito de voltar o mais rápido possível às posições e à liquidez em moeda forte (BELLUZZO, 2016).

Com respeito ao câmbio gostaríamos de tecer dois comentários:

A forte reversão de recursos de IC e a dinâmica negativa da CF impactou no câmbio, mas não gerou uma crise cambial mais profunda, graças ao elevado estoque de divisas (Gráfico 11) utilizadas pelo Governo para conter a depreciação cambial. Ainda assim, ocorreu uma desvalorização importante, puxada inicialmente pelo mercado futuro de câmbio (ROSSI, 2014), que responde muito rapidamente aos sinais de instabilidade. Neste período (2008Q2-2009Q1) o câmbio sai da casa de R\$/US\$ 1,60 para a casa dos R\$/US\$ 2,30, ou seja, uma desvalorização de quase 44% (Gráfico 6).

**Gráfico 11 – Reservas internacionais – Conceito liquidez – Brasil – US\$ (milhões)**

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

Destaca-se o fato de que, considerando-se o câmbio nominal, há uma mudança de tendência a partir de 2003, em que sua trajetória foi de desvalorização no intervalo 1999-2003, para posterior tendência de apreciação quase contínua até meados de 2011, ainda que esta fora interrompida pela desvalorização ocorrida no ano turbulento de 2008 (Gráfico 6).

Note-se, no entanto, que o movimento de desvalorização do câmbio é transitório, na medida em que vemos a volta de resultados positivos expressivos do BP logo a seguir (quarto trimestre de 2009), puxado essencialmente pela CF (piora paralela da conta de TC), o câmbio volta a apresentar tendência de valorização.

Ou seja; os capitais retornam rapidamente no final de 2009, enquanto o comércio externo ainda sofre com a desaceleração generalizada. Conforme vimos no início do capítulo, o retorno rápido dos recursos tem a ver com a “volta do apetite pelo risco”, em situação de baixa da taxa de juros dos Estados Unidos e dos países centrais, em geral. Mais uma vez, vemos aqui a dinâmica do ciclo reflexo, já levantada anteriormente. A especificidade do Brasil refere-se ao volume dos capitais ingressantes, fato que será comentado na análise do período que vem a seguir.

No mais, é visto que juntamente com esta ferramenta também foram utilizadas políticas anticíclicas para amenizar o quadro. Com êxito, os bancos públicos e os investimentos do governo foram utilizados para a retomada da dinâmica econômica interna.

Como resumo da dinâmica da CF no período destacamos:

- a) A rápida reversão dos recursos de Investimentos em Carteira quando a crise se aprofunda em 2008 (tanto em Ações e em Títulos de Renda Fixa) e o retorno também abrupto, com a volta da liquidez mundial em 2009;
- b) A relativa estabilidade dos fluxos de IDs, menos sujeitos, nessa fase, à fuga para a qualidade. Nossa hipótese, é a de que nessa fase, em que a economia brasileira (como a de outros países da América Latina) é vista como fonte de potenciais ganhos e de condições favoráveis de crescimento, os Investimentos Diretos se apresentam como um “refúgio” para as aplicações, por serem mais promissoras e relativamente mais seguras. Já após 2010 a hipótese é a de que essa dinâmica tenha mudado.

### iii. Período 2009Q3-2011Q3

Ainda que se enfrentasse uma das maiores crises da história recente do capitalismo<sup>13</sup>, as políticas de expansão monetária dos EUA e a redução dos juros das economias centrais foram pontuais para a volta dos investidores na busca de outras praças de acumulação, mais rentáveis, que não apenas aquelas ligadas aos mercados centrais. Este movimento vai refletir diretamente nos países periféricos, gerando uma fase de “surto de recursos”. Vimos, ademais, que a América Latina

<sup>13</sup> Mais especificamente, a crise de 2008 foi a maior desde 1929 (CUNHA, PRATES e DA SILVA BICHARA, 2009).

foi um importante destino de capital nessa fase – e especialmente o Brasil, por conta de seu elevado diferencial de juros (CINTRA e ACIOLY, 2012; CORRÊA e PEREIRA, 2016).

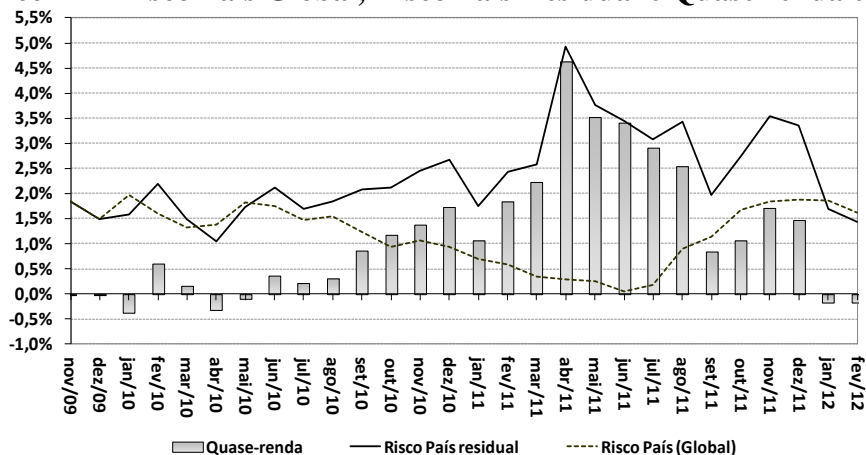
No caso do Brasil, constata-se um expressivo volume de capitais entrantes via CF, em montantes que exerceram pressão à valorização cambial. O ciclo reflexo, mais uma vez, se apresenta, e podemos dizer que o financiamento dos países periféricos é garantido, principalmente, pela elevada liquidez mundial (BIANCARELLI, 2015). Tendo em vista o volume de recursos que entram no país, gera-se a necessidade de compras adicionais de Reservas para controlar a valorização do câmbio. Passamos de US\$ 188.100 milhões de Reservas em 2009 para US\$ 355 milhões em setembro de 2011 (Gráfico 11).

Paralelamente, esse processo gera pressão de crescimento das dívidas bruta e líquida, na medida em que a monetização é enxugada pela utilização de operações compromissadas. Esse é outro elemento de instabilidade que a dinâmica das finanças globais gera sobre os países periféricos: em momentos de liquidez e de surtos de recursos, o excesso de capitais ingressantes produz efeitos importantes sobre a Dívida Pública, que serão tão maiores, quanto maior for o volume de capitais ingressantes, e terá efeitos mais profundos, quanto maior for a taxa de juros domésticas.

Ora, as taxas de juros brasileiras continuaram apresentando um elevadíssimo patamar e, após o segundo semestre de 2010, ainda se apresenta uma expansão. Mais especificamente, entre 2010 e terceiro semestre de 2011, a elevação dos juros ocorre na busca de controlar o crédito e a inflação (CINTRA e ACIOLY, 2012).

Na medida em que isso ocorre, quando a liquidez retornava fortemente e quando o Risco País medido no mercado internacional caía, podemos dizer que o Risco País pago no mercado doméstico acabava sendo muito maior. De fato, pelo Gráfico 12 vemos que a partir do segundo semestre de 2010 e até o final de 2011 o Risco País medido no mercado internacional (Risco País Global) passa a ser bastante inferior que o Risco País medido no mercado doméstico, proporcionando uma Quase-Renda<sup>14</sup> para as aplicações em títulos negociados no mercado doméstico.

**Gráfico 12 – Risco País Global, Risco País Residual e Quase renda em %**

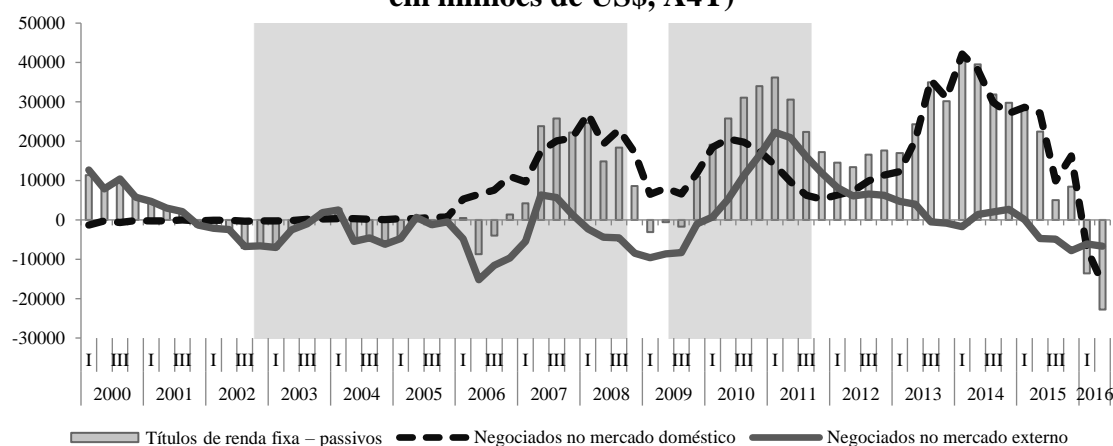


Fonte: Corrêa *et al* (2012, p. 10).

Segundo discussão apresentada em Corrêa *et al* (2012), isso é um fator de atração de capital para estrangeiros em Investimentos em Carteira em **Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Doméstico**.

<sup>14</sup> Uma vez que os Riscos País no mercado nacional e/ou no mercado internacional representam o diferencia de juros entre os títulos lançados em moeda nacional (real) e os títulos lançados em moeda internacional (dólar, etc.) em relação aos títulos da dívida norte-americana, respectivamente, a diferença entre estes Riscos pode existir, representando uma melhor rentabilidade para os títulos nacionais caso o Risco País nacional seja maior que o internacional. Para melhor esclarecimento veja Corrêa *et al* (2012).

**Gráfico 13 – Investimentos em Carteira (passivo) em Títulos de Renda Fixa – Brasil (dados em milhões de US\$, A4T)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

Ou seja, a taxa de juros oferecida no país, cobria a taxa de juros norte-americana de mesmo prazo, o *forward premium* e ainda oferecia um diferencial (Risco País Residual), superior ao pago nos títulos domésticos de Dívida Soberana negociados no exterior. Esse diferencial proporcionou uma elevação da demanda dos títulos negociados no mercado doméstico, conforme podemos ver no Gráfico 13. Podemos observar o crescimento da entrada de TRF negociados no mercado doméstico, depois da crise de *subprime*, numa dinâmica mais rápida e mais forte do que aquela observada para o caso dos ICP em Títulos de Renda Fixa negociados no mercado externo (TRF NME).

Este fato é importante para entendermos o porquê a partir daqui termos uma melhora do perfil do passivo externo. De fato, cresce o passivo em moeda nacional o que é um fator de redução de vulnerabilidade (BIANCARELLI, 2015).

Ainda que este indicador possa ser considerado uma redução da vulnerabilidade, chamamos a atenção para duas questões:

1- O volume dos capitais ingressantes tem, como contrapartida, uma piora dos resultados futuros em Transações Correntes (TC), por elevar a carga de juros e dividendos enviadas ao exterior, posteriormente. Esse foi efetivamente um fator importante a impactar negativamente sobre as TC no período sob estudo;

2- O volume de capitais ingressantes pela via de Investimento em Carteira tem um alto potencial de reversão a qualquer mudança de conjuntura, quer esses sejam relacionados a títulos negociados no mercado doméstico, quer sejam relacionados a títulos negociados no mercado internacional.

Note-se que aqui estamos nos referindo aos fluxos de IC em Títulos de Renda Fixa. Outro movimento importante de ingresso foi o referente a ICP em Ações Negociadas no País (ACNP). Segundo o FMI (2011), se observou o crescimento expressivo desse direcionamento de recursos após a crise de *subprime* para alguns países periféricos, e o Brasil foi um desses.

Seguimos a interpretação de que após 2009 os capitais que se dirigem aos países periféricos passam a ser mais especulativos, aumentando sobremaneira seu volume até 2012. No caso do Brasil, tanto para o caso de TRF quando no caso das aplicações em Ações.

Uma das hipóteses do presente trabalho é a de que as aplicações em Ações antes de 2009 estavam ligadas a fatores relacionados à própria dinâmica econômica do país e ao potencial de geração de lucro das empresas. Após 2009, a hipótese é a de que o ingresso seja mais especulativo, mais vinculado às variações dos preços de ações.

Neste contexto, vemos que a Conta Financeira salta de US\$ 9,9 bilhões (A4T) no 2º trimestre de 2009 para mais de US\$ 150 bilhões no 2º semestre de 2011, maior valor da CF para o recorte analisado. Com isto, o saldo do BP, que era negativo no início do período, alcança a marca de mais de US\$ 70 bilhões no 2º semestre de 2011.

Devido à forte entrada de capitais, manutenção daquelas políticas (contracionistas), e consequente valorização do Real, fez-se necessário a imposição de controles de capitais a fim de reduzir a entrada de capitais especulativos e estabilizar o mercado cambial. Na verdade, já estavam sendo adotadas medidas de controle de capitais antes disso, mas de forma mais branda. Desde 2007, devido ao grande volume de recursos entrantes, principalmente pela rubrica IC, o governo utilizara o IOF como controle auxiliar dos capitais e do câmbio. (DE FREITAS e CAGNIN, 2012).

No segundo semestre de 2010 o governo triplica (de 2% para 6%) o Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) para aplicações em renda fixa, empréstimos externos de até 2 anos, e eleva para 2% o IOF na compra de ações, além do estabelecimento de compulsório de 60% sobre as posições vendidas em moeda estrangeira acima de US\$ 1 bilhão das instituições financeiras (IPEA, 2011a).

A elevação do IOF levou a uma mudança qualitativa na composição dos fluxos da CF nos períodos seguintes. Seguimos a interpretação apresentada por Corrêa *et al* (2012), de que essas medidas têm impactos sobre a dinâmica dos IC, mas também sobre a dinâmica dos IDs.

O interessante é que a partir do momento em que os controles sobre os capitais foram impostos, vemos uma redução dos fluxos em IC, ao mesmo tempo em que vemos uma elevação dos ID (principalmente em IDP PC), numa sincronia e magnitude que chamam a atenção (Gráfico 5).

Nesta tendência, os ID líquidos ultrapassam os IC líquidos no primeiro trimestre de 2011. Enquanto os IDs acumulavam US\$ 34,9 bilhões (em quatro trimestres) e os IC US\$ 74,3 bilhões no segundo trimestre de 2010, no segundo semestre de 2012 estes valores passam para US\$ 86,4 bilhões e US\$ 18,7 bilhões, respectivamente.

Essa observação chama a atenção para o fato de que capitais podem ter entrado pela conta ID simplesmente a fim de driblar as restrições impostas sobre as demais contas (principalmente sobre as rubricas do IC). Ou seja, seguimos a hipótese desses trabalhos, que indicam que parte dos capitais entrantes em ID referem-se a compras de ações com viés especulativo, e o crescimento destes nessa fase, em parte, tem a ver com a fuga das medidas de controle impostas.

Note-se que a presença destes capitais na rubrica ID não é um fato isolado para períodos que são impostos controles de capitais, mas que nestes momentos esta característica fica patente. Esta evidência se fortalece quando vemos que a entrada em IDP se dá quase na sua totalidade pela rubrica Participação no Capital, que é aquela que corresponde às transações efetuadas pela simples compra de ações (aquisição/subscrição/aumento total ou parcial do capital social com direito a voto). Assim, vemos que a contabilização dos ID pode mascarar seu verdadeiro perfil.

De fato, a exigência para caracterizar um fluxo como ID é a de que os capitais entrantes adquiram mais de 10% do capital acionário com direito a voto de uma empresa. Ou seja; se o capital ingressante compra 11% de ações de uma empresa ele é contabilizado como ID, não estando sujeito ao pagamento do IOF.

Além do mais, nada impede que após a entrada estes capitais possam serem liquidados, desconstruindo aquilo que imaginamos ser os IDs de longo prazo. Os capitais poderiam entrar na forma de ID Participação do Capital, serem vendidos, e a seguir convertidos em títulos da dívida pública no mercado doméstico, sem pagar o IOF que seria cobrado por compra direta destes títulos. Dessa forma, investimentos deste tipo poderiam burlar restrições com a abertura de novas Sociedades Anônimas por investidores estrangeiros, que graças a falta de fiscalização, poderiam aplicar em fundos de investimentos com a utilização de operações de tesouraria, fugindo das tributações incidentes sobre operações que na verdade são como as encontradas nos Investimentos em Carteira (CORRÊA e XAVIER, 2014).

A hipótese das operações, de arbitragem regulatória, também pode ser observada através do aumento dos TRF Negociados no Mercado Externo, principalmente via captação dos bancos. A partir do final de 2010, vemos uma queda das mesmas, quando o IOF sobre ações e renda fixa foi elevado e antes da reversão da liquidez internacional. A finalidade destas antes das medidas de



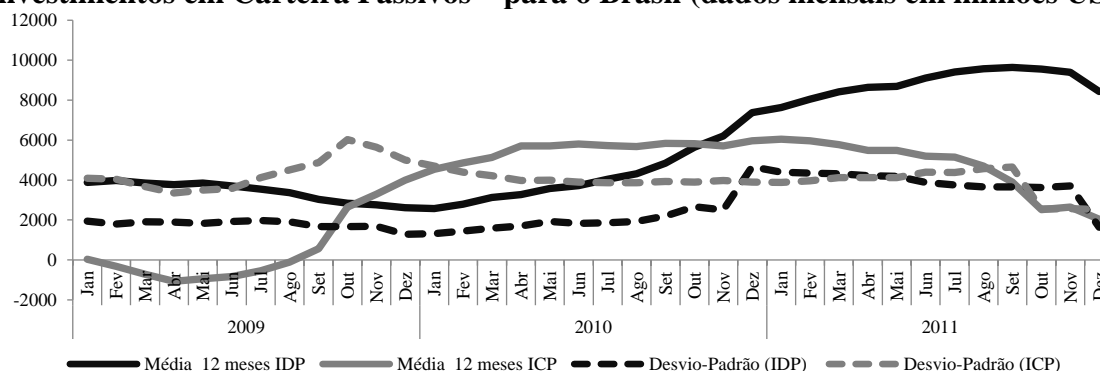
controle foi a de realizar operações de *carry trade* e obter *funding* externo, em condições mais favoráveis que as oferecidas internamente (CINTRA e ACIOLY, 2012).

Ou seja; para nós, após 2010 o crescimento do ID tem uma dinâmica diferente daquela observada no período anterior. Fatores especulativos estão afetando esses fluxos e a fuga dos controles é um elemento importante. Note-se que estes fatos não impedem a entrada de IDs também ocorra com o intuito da compra de ações para controlar empresas que tenham grande potencial produtivo e de geração de lucros. O interessante é que a elevação desta conta (ID) se dá justamente no momento que a aplicação em títulos de renda fixa no país – mais especificamente em títulos da dívida interna - apresenta um rendimento extra (Quase-Renda).

De outra forma, é visto também, que a partir de 2010 os IDPs passam a apresentar um aumento considerável das suas medidas de dispersão, sinalizando uma elevação da volatilidade dessa rubrica, que normalmente indica uma entrada mais efetiva de capitais curto-prazistas. O que é razoável de se considerar, uma vez que parte dos capitais entrantes por esta rubrica constituem compra de ações (IDP PC).

Por constituírem recursos destinados à obtenção de ganhos financeiros de curto prazo, os investimentos em carteira apresentam maior volatilidade, indicada pelos patamares mais elevados de seu desvio-padrão. Contudo, os deslocamentos recentes para cima das trajetórias da média móvel e do desvio-padrão de IED constituem um indício adicional da entrada efetiva de aplicações em carteira sob a rubrica deste último (IPEA, 2011a, p.31).

**Gráfico 14 – Média Móvel e Desvio Padrão (12 meses) dos Investimentos Diretos no País e Investimentos em Carteira Passivos – para o Brasil (dados mensais em milhões US\$)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

Outro indicador importante, referente a essa discussão, é o de que os fluxos de ID Líquido (acumulados em 12 meses) descolam da tendência da taxa de crescimento real do PIB (Gráfico 15). De outra parte, e de forma mais interessante, vemos um descolamento da taxa de crescimento real do IDE em relação a dinâmica de crescimento da formação bruta de capital fixo (Gráfico 16), a partir do final de 2010.<sup>15</sup>

Indicada essa questão referente à explosão dos ingressos de IC, ao controle de capitais e ao perfil dos IDs, passamos agora a outro aspecto que consideramos importante comentar quanto ao período que estamos estudando.

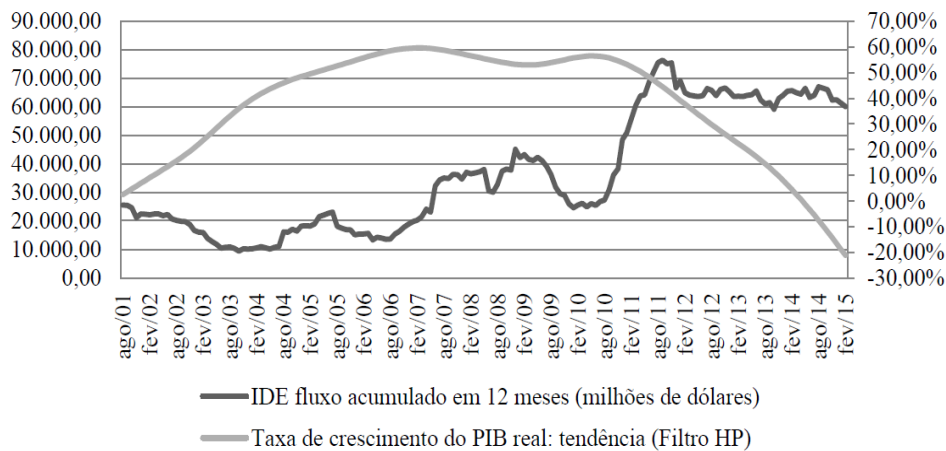
Para nós, o período de novembro de 2010 a outubro de 2011 correspondeu a duas dinâmicas distintas, ligadas à dinâmica da liquidez internacional – mais uma vez a dinâmica reflexa.

O primeiro subperíodo vai de novembro de 2010 ao terceiro trimestre de 2011 e é marcado pela adoção de restrições ao fluxo de capitais entrantes pela conta IC com a elevação da alíquota do IOF e aumentos sucessivos da taxa básica de juros (aumento do diferencial de juros), as

<sup>15</sup> Esses dois últimos gráficos foram desenvolvidos por La Banca (2016), orientado por Julia Braga, que é uma das coautoras da discussão apresentada em Corrêa *et al* (2012).

consequências foram a redução e ultrapassagem dos fluxos em IC pelos ID e elevação do desvio-padrão dos IDP (valores próximos aos dos ICP).

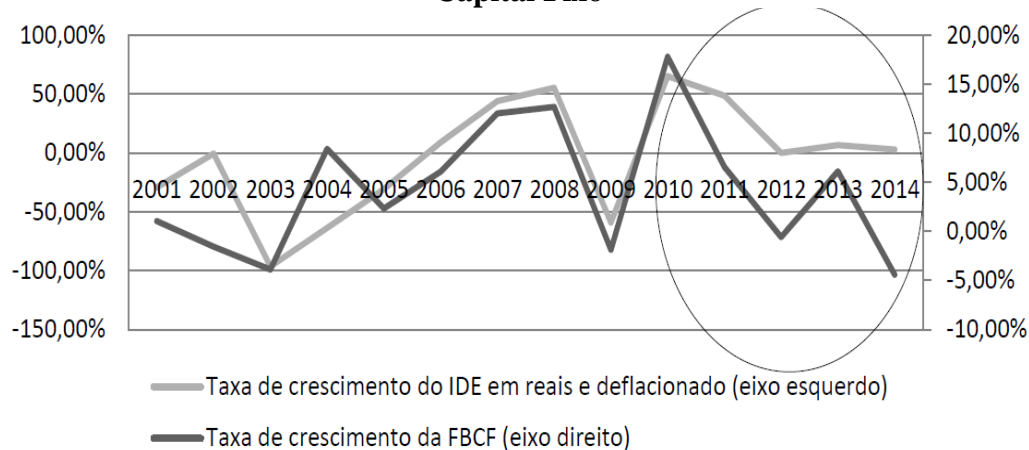
**Gráfico 15 – Comparativo entre o IDE (acumulado em 12 meses) e a tendência de Longo Prazo da taxa de crescimento real do PIB**



Fonte: La Banca (2016, p. 49).

IDE → Próximos aos que são os IDP na nova metodologia do BP (BPM6).

**Gráfico 16 – Comparativo entre IDE (em R\$ e deflacionado) e FBKF (Formação Bruta de Capital Fixo)**



Fonte: La Banca (2016, p. 49).

IDE → Próximos aos que são os IDP na nova metodologia do BP (BPM6).

A partir do quarto trimestre de 2011, a queda dos ICs pode não ter sido totalmente revertida em ID. Na verdade, passamos a observar uma queda da taxa Selic (início do ciclo de queda – mudança da condução da política monetária) (IPEA, 2011c).

Em termos da interpretação do período destacamos:

- A forte e rápida expansão dos IC Passivos, puxada pelos Títulos de Renda Fixa Negociados no País e Ações Negociadas no País. Essa dinâmica, por um lado, reduz a fragilidade externa – por serem títulos em moeda nacional, mas o alto volume dos ingressos indica uma vulnerabilidade particular, que é a de que são fluxos que podem reverter-se rapidamente.
- O fato de que o crescimento dos Investimentos Diretos (IDs) apresenta uma nova dinâmica, mais descolada da formação bruta de capital fixo e do crescimento do país. Seguimos a interpretação de que a partir de 2010 a dinâmica dos IDs é distinta da observada no período anterior e a análise do comportamento dos fluxos vai ao encontro dessa perspectiva. A hipótese é a de que os fluxos de IDs também podem esconder um “viés de curto prazo”, sendo que os controles tarifários (adotados em novembro de 2010) exercidos sobre a CF podem ter perdido parte de sua eficácia, por conta do desvio dos recursos para ingressar via conta de IDP Participação no Capital.

De qualquer forma, os controles tiveram efeito sobre a volatilidade do câmbio, cabendo destaque especial para os controles sobre os mercados futuros.

O recorte que aqui se analisa encerra antes da redução da liquidez nos mercados financeiros internacionais, que fará parte do próximo período.

#### **iv. 2011Q4 em diante**

Esta é a fase em que se observa um primeiro subperíodo de piora no cenário externo, e é aí que ocorre a reversão de liquidez, por conta da dificuldade de os bancos europeus honrarem com seus contratos, conforme comentado no início do capítulo. O segundo subperíodo é o que ocorre após 2012, quando se observa um retorno da liquidez, em nível internacional, mas em que se nota uma redução relativa dos recursos dirigidos para à América do Sul, além de uma redução paulatina do ritmo de crescimento da maioria dos países da região, inclusive do Brasil.

No que se refere aos acontecimentos de 2012, ainda que tenhamos observado uma melhora no crescimento e das taxas de desemprego no mundo no início de 2011, no segundo semestre temos uma queda das expectativas, principalmente após a crise nos países da Europa, redução do crescimento das economias avançadas e dúvidas quanto a resiliência da economia norte-americana (IPEA, 2011b).

No cenário interno brasileiro, observa-se uma reversão importante de um dos componentes da demanda que mantinha o crescimento (Investimentos Públicos), agregados a uma política fiscal contracionista, de redução dos juros e desvalorização do câmbio, mesmo considerando a queda do setor externo.

Destaque-se então que a redução da taxa de juros, gerou uma queda no diferencial de juros coberto. Somada a esta alteração, temos uma piora das expectativas no mercado financeiro internacional, que proporcionou a redução dos capitais destinados aos países periféricos (principalmente em IC) e, piora dos seus “indicadores de risco”.

No entanto, é interessante observar que, no caso específico do Brasil, não se observou uma redução mais profunda do Risco País. Nesses termos, a indicação é a de que até 2012 o país ainda apresentava a perspectiva de aplicações rentáveis e de uma economia ainda vista como promissora, mas mesmo assim, se observa uma reversão de recursos na CF como resultado da redução da liquidez internacional e a “fuga para a qualidade”.

O Balanço de Pagamentos brasileiro, que apresentara resultados positivos expressivos no final de 2011, chegou a quase zero no final de 2012, principalmente pela redução da Conta Financeira. A principal conta a contribuir com esta queda foram mais uma vez os IC, que no segundo trimestre de 2011 acumulava (em quatro trimestres) US\$ 70,7 bilhões, e chegou a US\$ 18,7 bilhões no segundo tri de 2012. Ou seja, observa-se uma redução de mais de 70% em apenas um ano. A redução desses fluxos se dá, tanto no fluxo de estrangeiros (passivos) em Ações quanto em TRF, mas fundamentalmente em Ações (Gráfico 8). Já os Investimentos Diretos, que apresentavam entrada acumulada (em quatro trimestres) de US\$ 88,7 (US\$ 109 em IDP) bilhões, caem para US\$ 86,4 bilhões (US\$ 95,5 em IDP), no mesmo período (Gráfico 9).

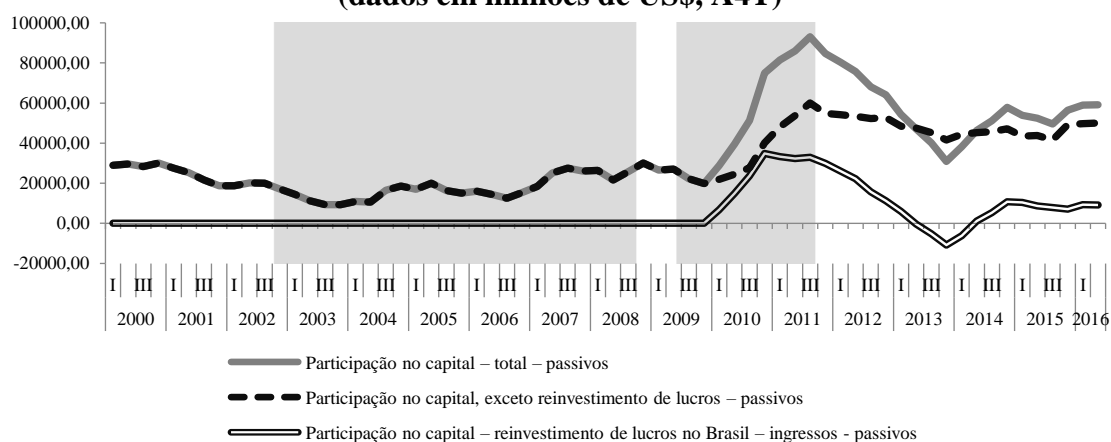
Em 2012 observa-se a queda conjunta das aplicações de estrangeiros em títulos de Renda Fixa Negociados no Exterior (de curto e longo prazo). A isso se soma, ainda, o comportamento dos ICPs, em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Doméstico, que decaem desde o controle de capitais a partir de 2010, aprofundando sua queda com a retração da liquidez em 2012. Atenta-se, ainda, a rápida reversão das aplicações em Ações Negociadas no País.

No caso dos IDP, Participação no Capital (IDP PC) vemos a sua queda importante entre 2011 e 2013. Destacamos que é preciso detalhar a composição dessa conta para entender melhor essa dinâmica.

Pelo Gráfico 17, podemos observar, claramente, a estratégia que os investidores estrangeiros tiveram, de contabilizar recursos nessa conta, sob a rubrica “reinvestimentos de lucro no Brasil”, como forma de fugir dos controles de capitais. Esse foi um dos fatores de expansão mais expressiva dos IDP PC em 2010. Quando os controles perdem paulatinamente efetividade é

essencialmente essa subconta que decresce rapidamente e mais profundamente depois de 2012. Os “Investimentos Diretos Participação do Capital excetuados do reinvestimento de lucros” apresenta apenas um pequeno decréscimo no final de 2012.

**Gráfico 17 – Investimento Direto no País em Participação no Capital (passivo) – Brasil (dados em milhões de US\$, A4T)**



Fonte: Elaboração própria a partir do Bacen.

Dessa forma, considerando o subperíodo de queda da liquidez, podemos dizer que:

- O ciclo reflexo impacta sobre os fluxos de IC dirigidos ao Brasil de forma generalizada.
- Quem puxa a dinâmica negativa dos IDP é a parte de “lucros reinvestidos”, assim como fora em parte ela a geradora do expressivo crescimento no período anterior.

Quanto à **fase pós 2012**, observamos que, em nível mundial é um período de retomada da liquidez. Analisemos a dinâmica das contas ID e IC de forma mais detalhada para este período.

### **Dinâmica dos Investimentos em Carteira Passivos e dos Investimentos Diretos no País entre 2012 e 2015**

No contexto da melhora da liquidez no final de 2012 é que se observa a dinâmica do retorno dos recursos da CF, tanto dos IC quanto dos IDs.

Considerando a CF do BP brasileiro, destaca-se um retorno dos ICP, sendo que se observa a queda desses fluxos apenas ao final de 2014. Paralelamente, outra dinâmica refere-se ao retorno dos IDP depois de 2013, sem que eles apresentem um arrefecimento depois de 2015<sup>16</sup>.

Mais uma vez, a abertura dessas contas nos esclarece melhor essa dinâmica.

Considerando o fluxo de passivos em Ações Negociadas no Mercado Doméstico, observamos o retorno dos mesmos a partir de 2012, sendo que eles atingem os valores que se observavam entre 2006 e 2007 – fase de liquidez internacional e de crescimento do país.

No caso dos ICP em Títulos de Renda Fixa, as magnitudes do retorno são substancialmente maiores.

Observemos primeiro as aplicações de estrangeiros em TRF Negociados no Mercado Externo (NME). As de curto prazo, praticamente zeram a partir de 2013 e as de longo prazo continuam decrescendo depois de 2012, puxadas, principalmente, pelos bancos, ainda que em 2013

<sup>16</sup>Não estamos aqui detalhando a dinâmica dos fluxos de residentes. No entanto cabem algumas considerações. Quanto ao aumento das aplicações de brasileiros no exterior, os mais expressivos foram os referentes a rubrica Outros Investimentos, graças a dois movimentos: **O primeiro**; refere-se ao aumento dos empréstimos e financiamentos de Residentes (ativos) ao exterior (via, principalmente, BNDS e Banco do Brasil). Referiu-se, a empréstimos facilitadores da exportação de máquinas e equipamentos, que foi fator positivo para a Balança Comercial. **O segundo**, tem a ver com a saída, via Moedas e Depósitos, que reflete a compra, maior que a venda, de dólares no exterior pelos bancos, e a manutenção de receitas em dólares dos exportadores no exterior<sup>16</sup>. Assim, a piora dos saldos da CF pela via da saída de recursos de Residentes, significa, na verdade, uma melhora da solvência do país neste momento, por aumentar seus ativos no exterior (PRATES e CUNHA, 2014).

apresentassem o mesmo nível líquido de captação do observado em 2007. No caso desses últimos, explicita-se o que já indicamos anteriormente: o fato de que eles mudaram sua estratégia de aplicação no Brasil.

Paralelamente, considerando as aplicações de estrangeiros em TRF Negociados no País, observamos a rápida expansão dessas aplicações em 2013. Isso, provavelmente, foi puxado pelo alto diferencial de juros propiciado pela aplicação em títulos no Brasil. Apenas em meados de 2014 é que se observa o início da retração desses fluxos, mas, mesmo nesse ano as magnitudes ainda eram elevadas – maiores do que as que se havia observado no período favorável, relativo ao interregno 2003-2008. A partir de 2015 é que se observa uma queda mais rápida, indicando a percepção da piora mais expressiva da economia brasileira.

Quanto à dinâmica dos IDP, vemos pelo Gráfico 17 que os “Investimentos Diretos no País Participação do Capital, excetuados de lucros reinvestidos” apresenta relativa estabilidade depois de 2012, não decrescendo, nem em 2014, nem em 2015. Já no caso dos “Investimentos Diretos Participação do Capital lucros reinvestidos”, há um retorno apenas depois de 2013. Segue, nessa fase, basicamente a dinâmica das aplicações em Ações Negociadas no País (passivos) – que retoma a compra líquida de ações, basicamente até 2015.

Dessa forma, podemos destacar as principais dinâmicas das contas de ICP e IDP no período:

- a) O forte crescimento dos ICPs, puxados fundamentalmente pelas aplicações em Títulos de Renda Fixa Negociadas no País e, secundariamente pelas aplicações em Ações – ambas em moeda nacional.

O crescimento dessas aplicações em moeda nacional em Ações Negociadas no País e em Títulos de Renda Fixa Negociados no País pode ter sido influenciado por:

\*Primeiro; pela gradual retirada dos controles de entrada de capitais (como o IOF) a partir do primeiro semestre de 2013;

\*Segundo; pela nova rodada de expansão monetária dos bancos centrais dos países avançados (acarretando num novo surto de recursos aos países periféricos (2012Q2-2014Q4);

No caso dos títulos de Renda Fixa se adenta ainda um fator adicional:

\*Terceiro; pelo fato de que os TRFs passaram a responder de forma mais acentuada justamente quando a taxa de juros, e o diferencial de juros, volta a se elevar (a partir de 2013) (PRATES e CUNHA, 2014). A indicação é a de que na nova rodada de liquidez os estrangeiros preferiram aplicar em títulos de renda fixa negociados no país – pelo elevado nível do ganho descoberto.

b) A queda paulatina das aplicações em Títulos de Renda Fixa Negociados no Exterior (passivos): de curto prazo e de longo prazo, estas últimas puxadas pelos bancos. Note-se que, mesmo considerando essa queda, a expansão das aplicações de estrangeiros em TRFs Negociadas no País foi de tal magnitude que foi capaz de manter alto o fluxo líquido de ICP. Para se ter ideia, os ICP passam de US\$ 24,5 bilhões (A4T) no início de 2013 para US\$ 45,2 bilhões no terceiro semestre de 2014, em que, destes fluxos ingressantes líquidos, mais de 70% estiveram relacionados às aplicações em TRF. Mais especificamente: a aplicações em **Títulos de Renda Fixa Negociados no Brasil!** No entanto, os IC apresentam queda brusca a partir de 2015, principalmente em TRF. Os ICP que apresentavam entrada acumulada em quatro trimestres de US\$ 44,3 bilhões no início de 2015 passam a apresentarem valores negativos de US\$ 17,6 bilhões no segundo semestre de 2016.

c) O fluxo de “Investimentos Diretos Participação no Capital excetuado de reinvestimento de lucros”, apresenta estabilidade após 2012 e não decaem em 2015. São os fluxos relativos a reinvestimentos de lucros que decrescem em 2012 e retornam de forma mais expressiva depois de 2013. Destaque-se o fato de que os Investimentos Diretos no País apresentaram expansão líquida em 2015, a despeito de todos os sinais de piora da conjuntura interna e externa. A entrada desses capitais neste momento pode estar atrelada a forte desvalorização sofrida pela moeda nestes últimos períodos, uma vez que os ativos das empresas e companhias brasileiras se tornam mais

baratos e mais atrativos. Por um lado, pode-se considerar a expectativa de valorização destes ativos no futuro, que agora estão desvalorizados, tanto em função da moeda estrangeira quanto pelos resultados econômicos do país.

### **Considerações finais**

Com o acirramento dos processos de desregulamentação financeira, liberalização externa e desenvolvimento das novas engenharias financeiras no século XX, a partir de 1970 e 1980, principalmente, os capitais circulantes no mundo aumentaram sobremaneira, de forma que a capacidade endógena de criação de moeda se fez presente num sistema monetário financeiro hierarquizado, segundo o *ranking* das moedas.

A consequência desse movimento foi a enxurrada de capitais sobre a conta financeira dos países periféricos, aproveitando-os dos novos mercados e das elevadas taxas de juros vigentes. Dadas as características deste sistema, os fluxos financeiros dirigidos aos países periféricos são muito mais ligados a fatores extranacionais (ciclos de liquidez, taxa de juros norte-americana) do que propriamente aos fundamentos macroeconômicos desses países, tornando-os mais reféns da dinâmica desses capitais do que propriamente responsáveis por seus movimentos intra-país.

No caso do Brasil, um país periférico, vemos que a dinâmica dos seus fluxos de capitais, não foge desta lógica. Neste interim, o país apresenta uma forte expansão da sua Conta Financeira, mas principalmente a partir de 2003, em que vemos não só um aprofundamento daquelas questões citadas (desregulamentação financeira, liberalização externa e desenvolvimento das novas engenharias financeiras), mas uma melhora substancial dos seus indicadores econômicos – dos periféricos como um todo – atrelados a elevadas taxas de juros.

Dentre os fluxos da Conta Financeira brasileira, mostramos que os Investimentos em Carteira, primordialmente, apresentam estas características, por demonstrar uma dinâmica altamente volátil e dependente da liquidez internacional. Mas vemos também que não só ele, os IC, mas que também os IDP apresentam esta característica. Estes últimos, além de representar boa parte dos fluxos entrantes na CF brasileira, pode apresentar dinâmica parecida com a dos IC pelo fato de que a entrada de capitais pela compra de mais de 10% do capital social de uma empresa em ações com direito a voto ser caracterizada como IDP (rubrica Participação no Capital). Ou seja; a entrada desses capitais pode ser configurada como mera troca de propriedade, e essas aplicações podem ser facilmente liquidadas pela venda das ações em mercado secundário. É a partir desta constatação que a hipótese do trabalho se verifica, de que não somente os Investimentos em Carteira tenham um caráter especulativo, mas que os IDs também possuam, em parte essa característica, por serem fluxos fortemente relacionados a dinâmica da liquidez dos mercados financeiros globais.

A título de destaque, foram primordialmente estas duas rubricas que determinaram a dinâmica da CF no período estudado (2000-2015), os ICP e os IDP.

Aos aspectos mais específicos da dinâmica da CF brasileira vemos:

- a) A dinâmica volátil e altamente dependente da liquidez internacional dos fluxos de Investimentos em Carteira e, a expansão de seus volumes após 2003, mas mais fortemente após 2006. Foi possível observar também que a variação desses ingressos foi determinada por fatores fora do alcance do país e mesmo quando indicadores macroeconômicos domésticos apresentavam melhora. Pela análise se constata a dinâmica dos “ciclos reversos”.
- b) Após 2009 são os fluxos de Investimentos em Carteira Passivos em TRF negociados no Mercado Doméstico que puxam os valores de Investimentos em Carteira, sendo que também os fluxos de Ações respondem positivamente, mas em patamares menores do que os dos anteriores. Destaca-se que esses fluxos foram afetados pelos controles de capitais pós 2010.
- c) Os Investimentos Diretos crescem expressivamente neste interim (2000-2015), mas que sua dinâmica pós 2009 é distinta daquela observada nos períodos anteriores. A

nossa constatação é a de que nesse primeiro período (antes de 2009) a atração de Investimentos Diretos se dá por fatores ligados ao crescimento do país, e depois de 2009, fatores exógenos à essa questão foram mais incisivos na influência desses fluxos – especialmente os controles de capitais adotados nessa fase. Aí são incorporados uma maior parcela de fluxos com viés de curto prazo.

A indicação é a de que no primeiro período ocorre uma fase de crescimento e estabilidade das economias periféricas, período de alta liquidez internacional, elevado preço das *commodities*, fatores que vêm junto com o forte crescimento do direcionamento de recursos para esses países, via ID. Sendo assim, os IDP nesta fase, estariam mais relacionados à questão produtiva – no sentido de que se vislumbrava o potencial de crescimento do país e de suas empresas. Já no segundo período se observa uma mudança de dinâmica.

Após a eclosão mais intensa da crise de *subprime* no segundo semestre de 2008, vemos que os Investimentos Diretos Participação no Capital e as Ações Negociadas no País crescem rapidamente em 2009 (após a adoção das medidas de restauração de liquidez e de queda da taxa de juros com o “*quantitative easing*” e da queda do índice VIX). Note-se que a expansão dos Investimentos Diretos Participação no Capital permanece até 2011, enquanto que as aplicações em ações passam a decair no início de 2010. Ou seja; aquela relação estreita entre os dois fluxos sofre uma ruptura. A ruptura, para nós, tem a ver com a adoção das políticas de controle de capitais – fator exógeno a explicar parte do forte crescimento dos Investimentos Diretos no País Participação no Capital ocorrido até 2011. Os controles duram basicamente até 2013.

Além disso, destaca-se que no segundo período (pós 2008), os IDP em Participação no Capital apresentaram uma dinâmica própria, em que entendemos ser o momento em que os fluxos entrantes nesta rubrica passaram a apresentar uma dinâmica mais especulativa.

Devemos observar que a dinâmica dos IDPPC se apresenta de forma mais complexa do que a dos ICP em Ações, por conterem fluxos ligados às duas dinâmicas econômicas: os que buscam aplicações mais estáveis e ganhos de lucro olhado a perspectiva produtiva e os que buscam valorização essencialmente na esfera financeira.

Entendemos que os argumentos levantados no artigo se somam, no sentido de que os Investimentos Diretos no País não são puramente capitais destinados à atividade produtiva, com perfil de longo prazo, na medida em que parte dos fluxos em ID, também apresenta componentes especulativos e de curto-prazo. Nesse sentido, o resultado da análise dos fluxos deve ser visto com cuidado e o debate do controle de capitais deve incorporar essa questão.

Ademais, outro fator importante a considerar é o fato de que a análise da vulnerabilidade externa, ligada ao perigo de reversão de recursos, também fica mais complexa, uma vez que os ID já não mais podem ser classificados com segurança como uma conta que possui fluxos estáveis (não voláteis).

Com este diagnóstico entendemos ser necessária uma maior supervisão sobre a conta IDP. Dada a característica contábil dos IDPPC, a análise dos IDP apenas no sentido tradicional, sentido produtivo, acarretaria em diagnósticos equivocados, fato que se aprofunda ainda mais, se não separarmos as rubricas de “Operações Intercompanhias” da rubrica “Participação no Capital”. Ao não se considerar essa questão, a rubrica de IDP podem ser utilizadas para driblar controles de capitais impostos sobre outras contas que tradicionalmente são consideradas de capitais mais especulativos, o que possivelmente impediria a efetivação do objetivo almejado.

## Referências bibliográficas

- BACEN (2015a). Risco-país. Série perguntas mais frequentes. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%209-risco%20pa%C3%ADs.pdf>>. Acesso em: ago. 2016.
- BELLUZZO, L. G. (2016). Os emergentes e a globalização financeira. O Futuro do Desenvolvimento - Ensaio em Homenagem a Luciano Coutinho. Campinas, SP: Unicamp. p. 53-69.

- BIANCARELLI, A. M. (2015). O setor externo da economia brasileira, depois da bonança e da tempestade. *Política Social e Desenvolvimento*, v. 3, p. 14-19.
- CINTRA, M. A. M. (1998). A montagem de um novo regime monetário financeiro nos Estados Unidos: 1982-94. São Paulo: FUNDAP.
- CINTRA, M. e ACIOLY, L. (2012). O financiamento das contas externas brasileiras: 2003-2010. In: MONTEIRO, A. et al. *Brasil em desenvolvimento 2011*. Brasília: Ipea, v.2, f p. 391-430.
- CORRÊA, V. P. (2004). Política macroeconômica e dinâmica do Déficit Público pós Plano Real - a interrelação com o modelo de abertura financeira. In: IV Colóquio Latino Americano de Economistas Políticos, 2004, São Paulo.
- CORRÊA, V. P. (2006). Liberalização financeira e vulnerabilidade externa para os países que não têm moeda forte: uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira. *Anais do XI Encontro Nacional de Economia Política*. VITÓRIA: SEP, 2006.
- CORRÊA, V. P.; MOLLO, M. L. R.; BIAGE, Milton (2008). Vulnerabilidade de Mercado x Vulnerabilidade de País: a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil *Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia*. Salvador: ANPEC.
- CORRÊA, V. P.; MESSEMBERG, R. P.; BRAGA, J. M.; SILVA, R. P. (2012). Instability of capital inflows and financial assets returns in the Brazilian Economy. In: V Encontro Internacional da AKB, 2012, Rio de Janeiro. *Anais do V Encontro Internacional da AKB*. Rio de Janeiro: AKB, 2012. v. 1. p. 1-35.
- CORRÊA, V. P. e XAVIER, Clésio Lourenço (2014). Modelo de crescimento, dinâmica do Balanço de pagamentos e fragilidades. In: Vanessa Petrelli Corrêa. (Org.). *Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro*. 1ed. São Paulo: Ed Fundação Perseu Abramo.
- CORRÊA, V. P. e SANTOS, Claudio Hamilton (2014). Modelo de crescimento brasileiro e mudança estrutural avanços e limites in *Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro*. In: Vanessa Petrelli Corrêa. (Org.). *Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro*. 1ed. São Paulo: Ed Fundação Perseu Abramo, 2014.
- CORRÊA, V. P. e PEREIRA, V. P. (2016). Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa equação considerando o período pós 2008. *O Futuro do Desenvolvimento - Ensaio em Homenagem a Luciano Coutinho*. Campinas, SP: Unicamp.
- CUNHA, A. M.; PRATES, D. M. (2009). O Efeito-Contágio da Crise Financeira Global nos Países Emergentes. In: XIV Encontro Nacional de Economia Política. XIV Encontro Nacional de Economia Política.
- CUNHA, A. M.; PRATES, D. M.; DA SILVA BICHARA, J. (2009). O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. *Indicadores Econômicos FEE*, 37(1).
- DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M. e PLIHON, D. (2013). “ O sistema monetário internacional e seu caráter hierarquizado” in CINTRA, M. A. M e MARTINS, A. R. A. (orgs) *As transformações no Sistema Monetário Internacional*. Brasília: ed. IPEA (disponível no site [www.ipea.gov.br](http://www.ipea.gov.br)).
- DE FREITAS, M. C. P. e CAGNIN, R. F. (2012). Tributação das transações financeiras: a experiência brasileira com o IOF e a CPMF.
- FMI (2011). *Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*. Preparado pelo departamento de Estratégia, Política e Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department. In consultation with Legal, Monetary and Capital Markets, Research, and other Departments. Fevereiro de 2011, disponível em <[www.imf.org](http://www.imf.org)>.
- FMI (2015). *Global Financial Stability Report*, outubro.
- IPEA (2011a). Carta de conjuntura nº 13. Brasília: jun. 2011. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=9370&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=9370&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.
- IPEA (2011b). *Conjuntura em foco nº 14*. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas. GAP – grupo de análise e previsões. Brasília: jun. 2011. Disponível



- em:<[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=8939&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=8939&Itemid=3)>. Acessado em: 14 de junho de 2016.
- IPEA (2011c). Carta de conjuntura nº 15. Brasília: dez. 2011. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=12659&Itemid=3](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=12659&Itemid=3)>. Acesso em: set. 2016.
- LA BANCA, R. C. (2016). Determinantes financeiros e macroeconômicos do investimento direto: um estudo para o caso brasileiro. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal Fluminense, Faculdade de Economia, Niterói, RJ.
- MARQUES, R. M. e NAKATANI, P. (2013). Crise, capital fictício e afluxo de capitais estrangeiros no Brasil. Caderno CRH, 26(67).
- MATTOS, O. M. B. (2015). Bancos, "shadowbanks" e moeda endógena: desafios à política monetária do Federal Reserve no século XXI. Tese de Doutorado – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. Campinas, SP.
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.
- MUNHOZ, V. C. V. (2010). Vulnerabilidade externa no Brasil: Ensaio sobre Fluxos Internacionais de Capitais, Instabilidade Financeira e Controles de Capitais. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Ciências Econômicas, Belo Horizonte, MG.
- PEREIRA, V.P. (2015). A vulnerabilidade externa da Economia Brasileira advinda dos fluxos financeiros: uma análise do período 2000-2014. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia, Uberlândia, MG.
- PRATES, D. M. e 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.
- PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. (2014). A dinâmica dos fluxos de capitais em tempos de instabilidade: o desempenho do Brasil no primeiro semestre de 2013. *Indic. Econ. FEE*, Porto Alegre, v. 41, n. 3, p. 9-22.
- PRATES, D.M. (2005). As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, *Revista de Economia Contemporânea*, Volume 9, nº 2, Maio-Agosto.
- RESENDE, M. F. e AMADO, A. M. (2007). “Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina”. *Revista de Economia Política*, v. 27, p. 41-59, 2007.
- ROSSI, Pedro (2012). Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da especulação e da arbitragem. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia (Tese de Doutorado em Economia).
- SERRANO, F.; SUMMA, R. (2011). Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. *Anais do IV encontro da associação Keynesiana Brasileira*.
- 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 (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 (2013). *Trade and Development Report- Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E .13.II .D.3.