

A dinâmica dos fluxos financeiros nos países do BRICS: uma análise do período 2000-2010

Vanessa da Costa Val Munhoz¹
Vanessa de Paula Pereira²
Larissa Naves de Deus³

Resumo: Este artigo tem como objetivo analisar a dinâmica dos fluxos financeiros direcionados aos países dos BRICS no período 2000-2010. Especificamente, examina-se qual a contribuição dos controles de capitais adotados em cada economia no movimento de capitais específicos de suas contas financeiras. A ideia é mostrar que os BRICS apresentam características peculiares no que concerne à dinâmica financeira, de tal sorte que devem ser foco na formulação de estratégias para regulação financeira global. Para tanto, o trabalho se embasa no referencial teórico de Minsky, discutindo os ciclos de liquidez internacional e seus reflexos no comportamento dos fluxos de capitais das economias emergentes, particularmente nos BRICS. A análise empírica nos permite destacar a importância do gerenciamento de capitais para atrair fluxos financeiros de longo prazo, capazes de contribuir para o crescimento produtivo dessas economias.

Palavras-chave: BRICS. Fluxos Financeiros. Controles de Capitais.

The dynamics of financial flows in BRICS countries: an analysis of the period 2000-2010

Abstract: The aim of this paper is to analyze the dynamics of financial flows towards the BRICS in the period 2000-2010. Specifically, we examine the contribution of capital controls adopted by each economy to the movement of specific capitals of their financial accounts. The idea is to show that the economies of the BRICS present peculiar characteristics in relation to the financial dynamics, in such a way that it should be considered in the formulation of strategies for global financial regulation. To accomplish this, the background is the Minsky's theoretical framework; the cycles of international liquidity are discussed as well as its impact on the behavior of capital flows towards emerging economies, particularly in BRICS. The empirical analysis allows us to highlight the importance of managing capital to attract long-term financial flows that are able to contribute to the productive growth of these economies.

Key-words: BRICS, Financial Flows, Capital Controls.

Classificação JEL: F32, F34, F36.

Introdução

Embora o comportamento dos fluxos internacionais de capitais seja tema de grande relevância e muito presente no debate entre economistas desde as crises financeiras dos anos 1990, mais recentemente, a discussão sobre o impacto negativo de fluxos de capitais desregulados nos países em desenvolvimento foi reacendida mais fortemente. A discussão se deu especialmente no meio acadêmico, após a eclosão da crise do *Subprime* nos Estados Unidos, em 2007, que se reverteu em crise mundial em 2008. A partir de então, revive-se o debate sobre a eficácia dos controles de capitais temporários como política de resposta a crises. Aprofundaram-se, assim, as discussões sobre os efeitos negativos de uma conta de capitais operando livremente entre fronteiras, mesmo entre os mais diversos matizes teóricos. Embora o viés pró-liberalização permaneça, até o FMI

¹Professora do IEUFU. Doutora em Economia pelo Cedeplar/UFMG. E-mail: vanessacostaval@ie.ufu.br.

²Doutoranda em Economia pelo PPGE/UFU. E-mail: vanessa_dpp@yahoo.com.br.

³Graduanda em Economia pelo IEUFU. E-mail: larissand6@hotmail.com.

passou a “flertar”, mesmo que indireta e parcialmente, com controles de capitais do tipo chileno (sobre a entrada de capitais). Na verdade, o órgão admite, genericamente, que algumas medidas – limitadas e temporárias – de controle devem ser adotadas sob certas circunstâncias (IMF, 2012).

Controles ou a administração de intensos fluxos de capitais podem ser desejáveis, com o intuito de evitar-se a reversão de fluxos financeiros – o famoso *sudden stop*, entre outros motivos. Para Forbes (2007), controles de capitais poderiam reduzir potencialmente os custos do livre movimento de capitais, como a apreciação da moeda doméstica, a redução da competitividade das exportações, a doença holandesa⁴ e a ineficiência dos investimentos devido a distorções do mercado.

Diante do justificado uso de controles de capitais e do atual *boom* de influxos de capitais em economias emergentes, destaca-se a importância da discussão da dinâmica dos fluxos financeiros nessas economias. O forte recebimento de capitais estrangeiros tem criado desequilíbrios macroeconômicos e elevada fragilidade financeira em diversos países receptores. Alguns países que compõem o conjunto dos BRICS têm sofrido tal experiência. Brasil, Índia e África do Sul têm experimentado recorrentes déficits em transações correntes, causando fortes apreciações cambiais. Nesses casos, os fluxos de capitais estrangeiros são essenciais para o financiamento dos crescentes déficits em transações correntes. Por outro lado, Rússia e China, que mantêm fortes posições do Balanço de Pagamentos, sem sofrerem com os déficits mencionados, também enfrentaram bolhas de ativos no auge da crise financeira internacional, em 2008. Desta feita, torna-se interessante examinar a dinâmica dos fluxos financeiros nessas economias, de forma a mostrar de que maneira elas se posicionam em termos da vulnerabilidade externa e do papel dos controles de capitais adotados por elas.

A justificativa para o estudo das economias dos BRICS se dá pela sua importância e pelo potencial econômico, graças às dimensões dos PIBs de seus países e a suas proporções geográficas e populacionais, mesmo levando em consideração os problemas de desigualdade social dos países. Alguns trabalhos estudam a diferença entre os países dos BRICS em termos do desempenho econômico e da estabilidade macroeconômica (PAULA; BARCELOS, 2011). Outro tópico comum é a análise da relação entre os regimes cambiais adotados e o crescimento econômico. Assim, há espaço para discussões sobre a dinâmica dos fluxos de capitais nas economias dos BRICS, tópico ainda pouco explorado pela literatura econômica.

Com base nesse apontamento, o objetivo central desse artigo é analisar a dinâmica dos fluxos financeiros registrados nos Balanços de Pagamentos dos países dos BRICS no período 2000-2010, momento recente que abarca o período anterior à crise financeira internacional e a subsequente recuperação. Especificamente, examina-se qual a contribuição dos controles de capitais adotados em cada economia para os movimentos de capitais específicos de suas contas financeiras. A ideia é mostrar que as economias dos BRICS apresentam características peculiares, no que toca à dinâmica financeira, de tal sorte que devem ser foco na formulação de estratégias para regulação financeira global.

A hipótese desenvolvida neste trabalho é a de que países que adotam estratégias mais amplas de gerenciamento dos fluxos de capitais apresentam menor volatilidade dos fluxos financeiros e, assim, estão menos sujeitos a reversões súbitas de recursos, sendo menos vulneráveis aos acontecimentos externos, alheios às economias domésticas. A metodologia utilizada são estudos de casos da conta financeira de cada país. A análise foi feita a partir do exame detalhado das contas financeiras dos Balanços de Pagamentos e de suas subcontas, com foco na composição e no perfil dos fluxos financeiros. Ademais, utilizamos modelos de heterocedasticidade condicional autorregressivos generalizados (GARCH) para o exame das volatilidades das contas financeiras, a fim de detectar os momentos em que há picos de capitais voláteis, de forma a associá-los (ou não) aos ciclos de liquidez internacional. Ressalta-se que são abertas essas contas, de forma que as

⁴ A “doença holandesa” está associada a algum grau de desindustrialização devido ao aumento da receita de exportação decorrente da descoberta de recursos minerais. A consequência dessa descoberta é a apreciação da moeda doméstica causada por uma onda de influxos de capitais. Ver Palma (2008).

contas de investimento direto, investimento em carteira, outros investimentos e derivativos foram analisadas tanto nas suas formas passivas como ativas.

Para cumprir o objetivo proposto, este artigo está dividido em três seções, além desta Introdução e das Considerações Finais. Na primeira seção discute-se a dinâmica financeira recente em países emergentes à luz do referencial teórico de Hyman Minsky. Na segunda, são analisados os ciclos de liquidez internacional e a *performance* dos fluxos de capitais nos mercados emergentes no período 2000-2010. A terceira que explica como se deu a formação do grupo de países e que analisa a experiência recente de cada um dos BRICS no período selecionado, está dividida em duas partes. A primeira faz um breve panorama da inserção externa dos países e a segunda examina detalhadamente a dinâmica dos fluxos financeiros nos BRICS. Finalmente, nas considerações finais, realiza-se uma breve comparação dessas experiências e formulam-se algumas conclusões.

1. A dinâmica financeira recente em países emergentes à luz do pensamento de Minsky

Desde as crises enfrentadas pelos países periféricos⁵ ao longo da década de 1990 e, mais fortemente, a partir dos impactos da crise de *Subprime* norte-americana – eclodida em 2007 e que se transformou em uma crise global que ainda perdura – houve uma retomada das ideias de Hyman Minsky. Muitos analistas têm apontado a análise minskyana acerca da instabilidade financeira como a mais apropriada e explicativa da atual crise financeira internacional. Minsky (1982, 1986) explicita a hipótese da fragilidade financeira do capitalismo, mostrando como as crises são endogenamente geradas em economias monetárias e resultantes das próprias fases expansivas do ciclo econômico. Assim, a tônica central da abordagem minskyana é a de que a lógica financeira é sobrepunjante à lógica produtiva⁶, de forma que os períodos de instabilidade dos mercados financeiros são inerentes ao funcionamento da economia capitalista.

Com o intuito de descrever a dinâmica dos ciclos financeiros, o autor supracitado mostra como, nos momentos de expansão, os instrumentos financeiros se diversificam devido às próprias condições favoráveis que se apresentam, o que facilita o movimento de endividamento das famílias, das empresas e dos governos. Como consequência, os agentes econômicos vão saindo de posturas financeiras mais estáveis, às quais Minsky (1986) denomina posturas *Hedge*, passando a posturas *especulativas*, que podem transformar-se em um comportamento ultraspeculativo (posturas *Ponzi*), provocando um potencial crescente de instabilidade. Assim, o risco de fragilidade é decorrente da estrutura de financiamento dos agentes que, ao financiarem obrigações de longo prazo com crédito de curto prazo, geram uma situação de descasamento de moedas e se tornam vulneráveis às mudanças na oferta de crédito da economia.

Além de aumentarem o endividamento dos agentes econômicos e, dessa maneira, ampliarem o potencial de fragilidade das economias, as inovações financeiras que se processam na economia capitalista têm a capacidade de puxar o ciclo expansivo e de, eventualmente, atrasar as crises, mas, ao mesmo tempo, aumentam o potencial de instabilidade das economias, sobretudo as economias periféricas, que têm dificuldades de se endividar na moeda doméstica.

Essa abordagem pode ser utilizada para analisar os fluxos financeiros entre os países periféricos, especialmente após o processo de abertura comercial e financeira que se processou a partir dos anos 1990. Parte desses fluxos se dirige a investimentos diretos, que podem ser considerados capitais com maior grau de estabilidade⁷ e o restante dos fluxos tem a ver com a busca

⁵ A expressão “economia periférica” é tratada aqui como sinônima de “economia emergente” e de “economia em desenvolvimento”. Seguindo Prates (2005), os termos se referem aos países periféricos capitalistas e às economias em transição que receberam a maior parte dos fluxos de capitais provenientes dos países centrais nos anos 1990.

⁶ Minsky (1986) enfatiza o fato de que a instabilidade financeira pode ser exacerbada ao haver necessidades maiores de investimento que têm os acertos do financiamento denominados em dinheiro proveniente de emissão de dívidas, e não, derivado da produção.

⁷ Mesmo essa afirmação deve ser qualificada, pois como se vê na seção 4, no Brasil, parte importante do capital que é contabilizado como investimento direto refere-se à troca de propriedade, e não a um efetivo investimento novo. Sendo assim, o investimento direto é, na verdade, investimento em carteira.

dos detentores de capital por aplicações mais rentáveis, especialmente nos momentos de liquidez. Um aspecto central dessa dinâmica é o de que nesses momentos pode haver uma entrada especulativa de recursos, além das necessidades do próprio Balanço de Pagamentos.

Com a entrada maciça de capitais, há a ilusão de êxito financeiro por parte dos agentes das economias periféricas, o que leva à valorização da moeda local. Com isso, há um entrave ao crescimento econômico. Ademais, todas as transações dependem de um conjunto de expectativas dos agentes e, caso haja reversão das expectativas que direcionaram os capitais a essas economias, há uma grande reversão desses fluxos. Logo, instaura-se um movimento de descrédito por parte dos investidores e a economia passa a funcionar como se estivesse num ciclo vicioso, em que a especulação funciona como motor desse processo. (PLIHON, 1995).

Seguindo essa lógica, um dos pontos que se destaca na dinâmica recente dos fluxos financeiros é o de que a liberalização das contas de capital, somada à desregulamentação financeira, ao expandir o alcance das ofertas de recursos, pode ter sido responsável por uma maior exacerbação dos próprios ciclos de crédito e pela formação de bolhas nos mercados de ativos. Pode-se dizer, sob esse argumento, que a sucessão de crises bancárias, cambiais e de endividamento soberano na periferia é uma consequência desse próprio processo de excesso de entrada de capitais pagando juros expressivos.

Com efeito, uma percentagem importante desses capitais que buscam aplicações alternativas tem um perfil mais especulativo e aceita dirigir-se para a compra de ativos mais arriscados. Mas, ao mesmo tempo, exige uma rentabilidade extra e a existência de oportunidades que oferecem juros muito acima dos observados nos países centrais atraindo fortemente esses capitais para países periféricos nos momentos de expectativas favoráveis. As facilidades de financiamento provocam o crescimento de dívidas em moeda externa e aumentam a fragilidade financeira dos países, uma vez que as necessidades de pagamentos financeiros futuros (juros e amortizações) em moeda forte crescem rapidamente. Por outro lado, nos momentos de expectativa negativa, há uma rápida redução de recursos, o que explicita a fragilidade e provoca uma piora instantânea do Balanço de Pagamentos. Ademais, a reversão é tão mais rápida quanto mais flexível tiverem sido os instrumentos de endividamento. Em termos da abordagem de Minsky (1986), pode-se dizer que a reversão súbita dos capitais, à qual os países periféricos estão sujeitos, é mais veloz quanto mais presentes na economia estiverem os investidores do tipo *Ponzi*, que se utilizam da flexibilidade do mercado financeiro para se endividarem.

Assim, um dos fatos essenciais do novo fluxo de recursos que se inicia na década de 1990 é o de que o financiamento via mercados de capitais e por meio de instrumentos financeiros complexos passa a ter um papel importante. Esse movimento tem a ver com as inovações financeiras criadas a partir dos anos 1980, como o desenvolvimento do processo de securitização e do mercado de derivativos. A partir daí, grande parte dos capitais que se dirigem ao financiamento dos países periféricos o faz a partir da compra de títulos de dívida direta (ações e títulos de renda fixa). Esses conformam os investimentos em carteira, que têm um perfil mais flexível do que o fluxo de empréstimos bancários.

Mesmo os títulos de dívida de longo prazo podem manter um viés de curto prazo. De fato, por um lado, em momentos de reversão de expectativas, papéis de longo prazo comprados em mercados de capitais de países emergentes podem ser vendidos rapidamente em busca de ativos em moeda forte, provocando uma fuga de recursos desses países. Por outro lado, a rápida negociação em mercados secundários afeta o preço dos títulos e indica a taxa de rentabilidade requerida pelo mercado para ficar com esses papéis naquele momento. Isso, por sua vez, afeta o montante de títulos novos de mesmo perfil a serem lançados nos mercados e a taxa de juros exigida sobre os mesmos. Ou seja, a dinâmica conjuntural afeta fortemente a negociação nos mercados secundários e pode frear rapidamente o volume de títulos lançados.

Outro impacto que também se pode citar em termos de reversão dos fluxos de investimentos em carteira diz respeito às suas amortizações. À medida que caem os preços dos títulos nos momentos de maior instabilidade, os credores periféricos podem recomprar seus próprios papéis e,

assim, amortizar a dívida a preços mais baixos. No entanto, para a programação monetária do País, isso é problemático, pois esse movimento aparece como uma saída inesperada e rápida de recursos. Neste sentido, a preocupação com os fluxos de capitais “com viés de curto prazo” diz respeito ao fato de que esses têm um grande potencial de rápida reversão.

Um ponto adicional é que os capitais que buscam títulos mais arriscados são apenas uma parte menor do capital em geral, que se concentra em títulos considerados mais estáveis. Em outras palavras, os fluxos de capitais para economias periféricas representam apenas uma pequena fração do estoque mundial de ativos. Na verdade, grande parte dos capitais circula essencialmente entre os países centrais⁸, que também apresentam uma dinâmica especulativa e dependem do movimento da liquidez internacional. Seguindo essa última observação, a explicação do direcionamento de grande parte dos recursos para os países periféricos se dá por fatores ligados à lógica de valorização dos capitais dos países centrais. Nesse sentido, as decisões dos agentes estão ligadas à política monetária desses países, especialmente a dos EUA, e à lógica de atuação dos principais compradores de papéis, fatores que estão alheios ao controle das economias periféricas. Akyüz (2011) aponta que uma característica comum dos ciclos históricos de *boom* e *bust* dos fluxos de capitais para economias em desenvolvimento e emergentes é a de que todos eles se iniciaram sob condições de rápida expansão da liquidez internacional e baixas taxas de juros em países emissores de moedas-chave, notavelmente nos EUA.

Para Borio e Disyatat (2010), a vulnerabilidade do sistema monetário e financeiro internacional está no seu excesso de “elasticidade”. Ao estudar a dinâmica do Balanço de Pagamentos norte-americano, os autores mostram o forte crescimento dos fluxos brutos de capital entre as economias centrais e concluem que as mudanças patrimoniais entre os agentes privados e públicos (bancos, empresas, governos e famílias) foram muito mais intensas do que as refletidas no financiamento do déficit em conta corrente. Para eles,

The distinguishing characteristic of our economies is that they are monetary economies, in which credit creation plays a fundamental role. The financial system can endogenously generate financing means, regardless of the underlying real resources backing them. In other words, the system is highly elastic. And this elasticity can also result in the volume of financing expanding in ways that are disconnected from the underlying productive capacity of the economy (BORIO; DISYATAT, 2010, p. 28).

Considerando essa linha de análise, o argumento subjacente a este trabalho é o de que, para o caso dos países periféricos, nos momentos de alta liquidez, os altos diferenciais de juros atraem grandes montantes de capitais “com viés de curto prazo”, aumentando o potencial de instabilidade, uma vez que crescem as exigências de moeda forte. Outro ponto fundamental é o de que o perfil do endividamento importa para a análise da fragilidade financeira. Quanto maior a necessidade de contínua renegociação de recursos, maior o potencial de instabilidade, uma vez que a cada nova rolagem de dívidas as condições financeiras podem ter mudado. Ademais, quanto maior o peso dos capitais “curto-prazistas” no Balanço de Pagamentos, mais sujeito à instabilidade estará o país, pois esses recursos podem-se reverter rapidamente a qualquer acontecimento relacionado à dinâmica dos mercados financeiros globais, que não podem ser controlados pelo país receptor dos recursos. À medida que parte importante desses capitais se dirige para os países periféricos em busca de ganhos especulativos, a própria volatilidade dos fluxos pode afetar negativamente a expectativa dos agentes, provocando reduções abruptas de recursos e gerando impactos sobre juros e câmbio.

Destarte, a ideia minskyana de que as crises são inerentes às economias capitalistas fica explicitada a partir dos livres movimentos dos fluxos internacionais de capitais, que representam o traço típico dos mercados financeiros integrados da atualidade. Para Grabel (2003), a integração

⁸ “Private capital inflows to emerging markets of over \$1 trillion dollars per year seem large, yet they are small relative to some useful benchmarks. For example, private inflows to the U.S. alone have been some \$1.24 trillion in 2010 (...). Total global financial assets are estimated to have been around \$200-\$250 trillion in 2010, of which about \$40 trillion are assets in emerging markets. This implies that a 1% shift in global asset allocation towards emerging markets would result in capital inflows of some \$2 trillion dollars” (IIF, 2011, p. 7).

financeira introduziu riscos distintos às economias emergentes que podem ser classificados em cinco riscos: o risco monetário, de fuga de capitais, de fragilidade financeira, de contágio e o risco de soberania. Como tentativa de mitigá-los, muitas nações têm implementado medidas de controle de capitais para regular os efeitos negativos da volatilidade de capitais que circulam entre fronteiras. Com base na teoria minskyana, que trata indiretamente esses riscos enfrentados pelas economias, e nos apontamentos feitos nesta seção, analisamos neste trabalho como os fluxos financeiros dos países dos BRICS.

2. Ciclos de liquidez internacional e os fluxos de capitais para as economias emergentes

Nas duas últimas décadas, tem havido um aumento exponencial no montante absoluto dos fluxos internacionais de capitais que se dirigem às economias emergentes. Vimos que, apesar da grande elevação dos influxos de capitais nesses mercados, eles continuam a abrigar apenas uma pequena parte do capital global que prefere se acomodar nas aplicações mais líquidas e seguras das economias desenvolvidas. Entretanto, apesar desse montante representar apenas uma diminuta alíquota do capital financeiro mundial, é primordial perceber que, para o tamanho e grau de desenvolvimento do sistema financeiro dos mercados emergentes, esse montante nada tem de desprezível; pelo contrário, representa uma parcela importante dentro da dinâmica das economias nacionais, capaz de criar desequilíbrios macroeconômicos internos e aumentar o grau de fragilidade financeira doméstica. Nesse sentido, torna-se importante identificar e entender como tem sido a *performance* desses fluxos nas economias emergentes ao longo dos últimos tempos. O intuito desta seção é o de cumprir esse objetivo, e analisa-se aqui o período 2000-2010, que compreende o mesmo período da análise dos BRICS.

Inicialmente chama-se atenção para a dinâmica cíclica dos fluxos internacionais de capitais. Esses, geralmente, caracterizam-se pela alternância de períodos de fortes ingressos seguidos por momentos de saídas significativas. Até o presente momento, as economias emergentes já experimentaram quatro grandes ciclos de ingressos de recursos financeiros. O primeiro ocorreu durante a década de 1970 e se estendeu até o início dos anos 1980, momento em que aconteceu a crise de endividamento dos países latino-americanos. O segundo iniciou-se em meados dos anos 1990 e perdurou até 1998, quando eclodiu a crise da Rússia. O terceiro começou em princípios de 2003 e continuou até o segundo trimestre de 2008, quando se aprofundou a crise *Subprime*. Por fim, o quarto ciclo iniciou-se em 2009 e ainda perdura.

Os três primeiros anos do período selecionado (2000-2002) referem-se a um momento de instabilidade internacional. Ainda não totalmente recuperada dos efeitos da crise da Ásia (1997), da Rússia (1998) e do Brasil (1999), a economia global presenciou as crises da Argentina e da Turquia (2001/2002); o desinflar da bolha especulativa nas bolsas de valores norte-americanas, que repercutiu nos preços das ações do mundo todo; os ataques de 11 de setembro de 2001; e a revelação de escândalos contábeis em companhias americanas de capital aberto⁹. No que se refere ao grau de liquidez mundial, o que ocorre são miniciclos que se alternam entre períodos de expansão e retração, gerando um movimento que ficou conhecido como “*feast or famine*” (IMF, 2003), influenciado por acontecimentos internacionais.

Em meio a esse cenário de instabilidade, os prêmios de risco das economias emergentes aumentam e os preços de suas ações caem. Começa a ser registrado um movimento de fortes vendas dos “papéis periféricos” e a categoria de fluxos investimentos em carteira apresenta forte retração, mostrando que, nos momentos de turbulência financeira, os investidores tendem a sair das praças consideradas *subinvestment grade* – condição de muitos mercados emergentes naquele momento – em direção às economias centrais, que oferecem uma maior segurança para suas aplicações.

No entanto, em 2002, o ambiente de instabilidade começa a se desfazer. O surgimento do temor de um processo deflacionário levou os Estados Unidos a implementarem novas reduções na

⁹ No caso do Brasil, também se pode citar as incertezas quanto ao futuro da política, devido à eleição presidencial.

sua taxa básica de juros ao longo de 2002 e 2003¹⁰. Paralelamente, parte dos investidores que havia comprado títulos de alta qualidade, durante o período de turbulência, começa a presumir que as oportunidades de ganho com aqueles ativos estavam se esgotando em virtude das baixíssimas taxas de juros das economias centrais e do elevado preço dos ativos naquele momento (BIS, 2003).

O ambiente acima mencionado dá início a um novo movimento de estímulo às aplicações nos países emergentes. Os bons fundamentos macroeconômicos nos anos 2000 contribuíam ainda mais para a entrada de recursos; as contas públicas e a dívida externa estavam bem mais ajustadas do que fora na década precedente. Ademais, os indicadores de Risco-País desses mercados (índice EMBI+) apresentavam uma trajetória descendente.

O cenário externo e interno favorável fez com que as entradas de capitais aumentassem significativamente. Em 2007, a dimensão dos fluxos financeiros atinge dimensões recordes, \$689,3 bilhões de dólares (IMF, 2010).

Parte importante desses ingressos de capitais esteve atrelada a movimentos de *carry trade*¹¹. Os elevados diferenciais de juros das economias emergentes em relação às centrais incentivaram o movimento de arbitragem entre moedas. Em países como o Brasil e a Turquia, que possuem elevadíssimas taxas de juros, a entrada de capitais advinda de operações *carry trade* foi ainda mais intensa, o que levou à apreciação da moeda desses países (AKYÜZ, 2011).

Os fortes ingressos de recursos pela conta financeira, somados ao desempenho das Transações Correntes, levaram a um extraordinário acúmulo de reservas internacionais. Durante o ciclo de capitais da primeira década dos anos 2000, os mercados emergentes acumulam cerca de \$2 trilhões de dólares em reservas cambiais (BIS, 2009).

Todavia, em 2008, o cenário propício à entrada de recursos desmantelou-se. A crise financeira norte-americana no mercado de hipotecas de alto risco (*Subprime*) estendeu-se e transformou-se em uma grande crise financeira internacional, manifestando os potenciais riscos sistêmicos da atual arquitetura financeira mundial (IMF, 2007 e 2009a).

As alterações no sistema financeiro global desdobraram-se em importantes consequências, que interferiram na dimensão dos fluxos de capitais para os diversos países (IMF, 2009b). No que se refere às economias emergentes, objeto da presente análise, nota-se que, até o primeiro semestre de 2008, elas haviam sido moderadamente afetadas (IMF, 2008a). Contudo, a situação muda a partir do segundo semestre daquele ano.

Depois que importantes instituições norte-americanas – *Fannie Mae* e a *Fraddie Mac* – ficaram à beira da falência e especialmente após a quebra do *Lehman Brothers*, os mercados emergentes passam a ser contaminados de forma mais intensa. Naquele momento, as entradas líquidas de capitais caem cerca de 75%¹², mostrando que a dinâmica dos fluxos de capitais está muito além dos fatores conjunturais domésticos (BIS, 2011).

Com o aprofundamento da crise, os movimentos de *carry-trade* foram rapidamente revertidos. Naquele momento, o que os investidores internacionais priorizavam eram as aplicações líquidas e seguras do Tesouro dos Estados Unidos. A corrida para os *Treasury Bonds* levou a um movimento de apreciação da moeda norte-americana e desvalorização das outras moedas, especialmente das pertencentes aos países emergentes (BATINI e DOWLING, 2011).

Relatórios importantes, como o *World Economic Outlook* (WEO) de abril de 2009, começaram apontar que os fluxos financeiros para as economias emergentes deveriam permanecer próximos de zero nos anos seguintes. No entanto, algo bastante diverso aconteceu e os capitais internacionais voltaram a se direcionarem para os mercados emergentes.

Assim como no ciclo de fluxos financeiros de meados dos anos 2000, esse retorno foi impulsionado tanto por fatores externos (*push factors*) quanto por fatores internos (*pull factors*).

¹⁰ A taxa de juros dos Estados Unidos já vinha apresentando uma trajetória descendente desde 2001.

¹¹ Operação de arbitragem entre moedas, pela qual o investidor vende a moeda que lhe rende juros menores e adquire outra moeda, que rende juros maiores.

¹² Os fluxos de capitais para o total das economias emergentes, que em 2007 registrara o montante de cerca de US\$700 bilhões, cai para aproximadamente de US\$200 bilhões depois do colapso de *Lehman Brothers* em 2008 (BIS, 2011).

Entre os fatores externos destaca-se a política monetária das principais economias. O *Federal Reserve*, o Banco do Japão, Banco Central Europeu e Banco da Inglaterra, na tentativa de estimularem suas economias, reduziram significativamente os juros nacionais¹³. Entre os fatores internos ressalta-se a melhor *performance* dos indicadores econômicos internos dos mercados emergentes *vis-à-vis* os indicadores nada otimistas dos mercados desenvolvidos (FRATZSCHER, 2011). As taxas de crescimento vigorosas das economias emergentes, bem maiores que as taxas rastejantes dos países centrais, constituíram um dos principais elementos (IIF, 2011a).

A combinação de fatores externos e internos favoráveis fez com que, já em 2009, os fluxos começassem a mostrar sinais de recuperação. A tendência a entrada de capitais externos nos mercados emergentes continuou ao longo de todo o ano de 2010, sendo que, as maiores receptoras dos capitais ingressantes foram, respectivamente, China, Brasil, Índia e Rússia (IIF, 2011b), ou seja, o conjunto dos BRIC. No que se refere à composição dos capitais ingressantes, chamou atenção a participação dos investimentos em carteira privados, (IIF, 2010a e 2010b). Apesar do movimento descendente dos juros em muitas economias emergentes, a possibilidade de ganhos de arbitragem permaneceu elevada, dado o baixíssimo patamar dos juros nas economias avançadas. Como resultado, movimentos de *carry-trade* foram restabelecidos, e os principais alvos dessas aplicações foram países como o Brasil, a Turquia e a Índia, que possuem elevadas taxas de juros (IIF, 2011a).

Como será visto posteriormente, na tentativa de conter os ingressos dos capitais financeiros mais “curto-prazistas”, muitas economias emergentes implementaram medidas de controles de capitais. No entanto, o que se tem percebido é que a maior parte dessas medidas tem apresentado um efeito muito limitado na sua eficácia, dado que os investidores internacionais têm encontrado maneiras de burlar tais medidas, entre outras justificativas para a (in)eficácia.

É importante mencionar que a trajetória ascendente dos ingressos de recursos começa a dar sinais de reversão a partir de agosto de 2011, sobretudo após o aprofundamento da crise do euro. A dinâmica dos fluxos no segundo semestre fez com que o saldo dos capitais financeiros em 2011 ficasse ligeiramente inferior ao registrado no ano de 2010. O saldo dos fluxos de capitais privados líquidos, que havia fechado 2010 na casa dos \$ 527 bilhões de dólares, termina o ano de 2011 na ordem de \$521 bilhões. As previsões do WEO de 2012 apontam que para o ano de 2012 os fluxos devem reduzir um pouco mais e ficar em, aproximadamente, \$ 395 bilhões de dólares. Contudo, ainda é prematuro dizer se essa reversão dará início a uma nova fase. Nos ciclos de fluxos de capitais precedentes, em vários momentos, o *boom* apresenta reversões temporárias, que não se configuram no início de uma fase descendente de ingresso de recursos (FUNDAP, 2011). No caso da fase atual, dependerá do encaminhamento da crise do Euro, que até o momento tem provocado uma constante volatilidade dos fluxos de capitais direcionados às economias emergentes.

3. O caso dos BRICS

O termo BRIC foi criado em 2001 pelo economista Jim O’Neill, analista do grupo Goldman Sachs, no relatório intitulado *Building Better Global Economic Brics*, segundo o Ministério das Relações Exteriores do Brasil¹⁴. A ideia original era contemplar as quatro maiores economias emergentes do mundo, quais seriam, Brasil, Rússia, Índia e China. Em 2003, outro relatório do grupo *Goldman Sachs* apontava que, nos 50 anos subsequentes, o somatório do produto interno bruto (PIB) dos países que compõem o grupo BRIC ultrapassaria o somatório do PIB dos países do G-6 (Estados Unidos, Inglaterra, Japão, França, Alemanha e Itália). Portanto, a ideia do criador do anacrônimo BRICS era a de que aqueles países tinham características semelhantes por apresentarem um ritmo de crescimento econômico muito acelerado e mais estabilizado quando comparados a outras economias. Atualmente, Brasil, Rússia, Índia e China representam cerca de 40% da expansão do PIB mundial, conforme relatório do *Brics Policy Center* (2011a). A despeito de apontamentos de

¹³ No caso dos dois primeiros, os juros são levados a patamares próximos de zero e, no caso dos dois últimos os juros ficam em menos de 2% ao ano.

¹⁴ Disponível em: <http://www.itamaraty.gov.br/temas/mecanismos-inter-regionais/agrupamento-brics>

que havia pretensões políticas¹⁵, em abril de 2011, durante a III Cúpula dos BRIC, houve a inclusão da África do Sul nesse conjunto de países, com o intuito de expandir a influência do grupo na reforma da governança global. Assim, o grupo passou a ser denominado BRICS.

Além do potencial de crescimento econômico, uma característica semelhante dos países dos BRICS é a forte atração de investimentos diretos estrangeiros. Segundo Sobeet (2012), as economias pertencentes aos BRICS seguem como destino cada vez mais preferencial de IDE, com aumento de 21,1% de seus ingressos em 2011.

Em termos do principal foco do presente trabalho – o mercado financeiro – pode-se dividir o grupo em dois subconjuntos de países. Primeiramente, China e Índia, com mercados de capitais relativamente fechados e controlados pelo Estado; seguidas de Brasil, Rússia e África do Sul, economias baseadas principalmente em recursos naturais, abertas ao comércio internacional e aos fluxos financeiros e com um mercado de capitais controlado pelos setores privado e público. Na verdade, a China é um caso extremo do grupo, pois em termos da abordagem de gerenciamento dos fluxos de capitais¹⁶ ela representa um exemplo típico de regulação forte; ao passo que a Índia seria um caso intermediário. Ademais, o primeiro subgrupo apresenta um regime cambial administrado (mais na China do que na Índia), enquanto o segundo subgrupo apresenta um regime de câmbio flexível. China e Índia praticaram uma estratégia de desenvolvimento baseada na industrialização doméstica (manufaturas e serviços) voltada para exportação, enquanto Brasil, Rússia e África do Sul seguem estratégias de exportação direcionadas para estruturas produtivas, que são orientadas pelas vantagens comparativas internacionais. O último subgrupo tem experimentado crises financeiras ou monetárias, que usualmente foram acompanhadas de alta inflação, enquanto o primeiro subgrupo não as enfrentou. Finalmente, o último subgrupo tem contado com empréstimos do FMI e empregou políticas de ajustamento para ter acesso a esse tipo de crédito, ao passo que o primeiro subgrupo não tomou tais empréstimos (KREGEL, 2009).

No que tange ao percentual de crescimento do PIB, há uma diferença entre os cinco países que compõem o grupo. A China é o que domina mais de 50% de crescimento do PIB dos BRICS; seu PIB representa quase 10% do PIB mundial, conforme relatório do *Brics Policy Center* (2011a). O Brasil é o segundo colocado em termos de crescimento do PIB, mas tem taxas próximas da Índia e da Rússia. Assim, esses três países estão seguindo trajetórias semelhantes na contribuição para o PIB mundial. Já a África do Sul tem taxa de crescimento reduzida em comparação aos outros países, o que corrobora a argumentação de que sua entrada no grupo dos BRICS teria um cunho político, que sobrepujou a situação econômica desse país em relação aos demais componentes dos BRICS.

3.1 Um breve panorama da inserção externa dos países

A China tem uma inserção externa bem diferenciada em relação aos demais países. Ao contrário do Brasil, Rússia, Índia e África do Sul, a posição internacional de investimentos (PII)¹⁷ chinesa é extremamente favorável àquele país. Esse indicador, no caso chinês, é dominado pelos ativos externos possuídos pelos residentes da economia chinesa. Além disso, essa economia apresenta enorme estoque de reservas internacionais em moeda estrangeira, sendo esse o principal componente da PII. Os passivos estrangeiros até representam grandes montantes, mas eles são compostos principalmente pelo investimento direto estrangeiro, que na China é direcionado para setores intensivos em tecnologia e é um capital predominantemente de longo prazo. Por sua vez, a Rússia é um caso à parte entre os países dos BRICS, no que se refere à inserção externa, pois não

¹⁵ Ver *Brics Policy Center* (2011b).

¹⁶ Termo traduzido daquele utilizado por Epstein, Grabel e Jomo (2005): *Capital account management*.

¹⁷ A PII apresenta os ativos e os passivos externos do país, de acordo com a 5ª Edição do “Manual de Balanço de Pagamentos” do Fundo Monetário Internacional - FMI (BPM5). O seu saldo representa uma espécie, bastante abrangente, de passivo externo líquido da economia e guarda estreita relação com os fluxos da conta financeira do Balanço de Pagamentos.

apresenta o desempenho chinês medido pela PII, mas também não apresenta um estoque problemático de ativos e passivos externos, como veremos a seguir para os outros três países do grupo.

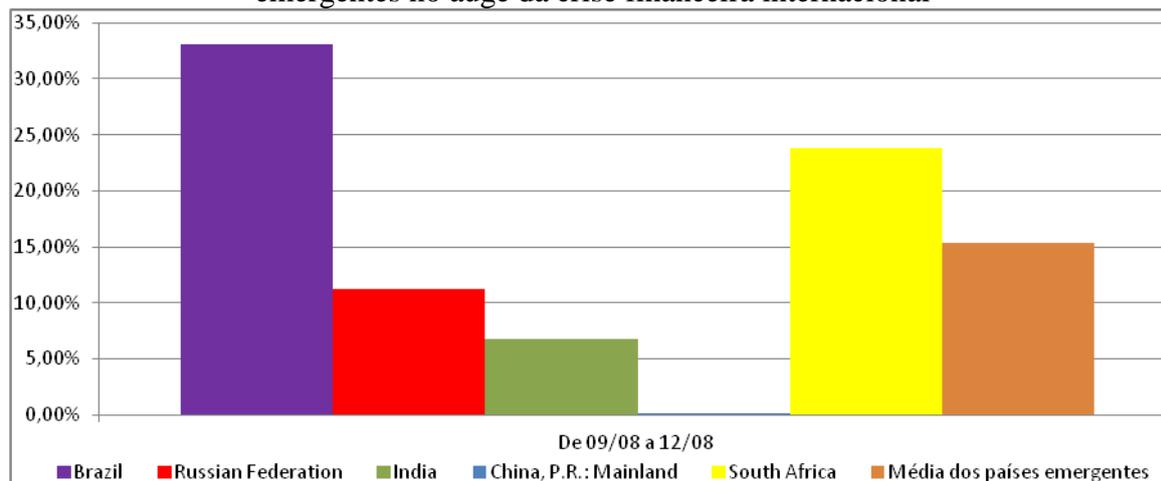
TABELA 1 - BRICS e a abertura financeira medida em termos do saldo em Conta Corrente (% PIB) e da Posição Internacional de Investimentos (US\$ Milhões)

Período	Brasil		China		Índia		Rússia		África do Sul	
	CC (% PIB)	PII (líquido)	CC (% PIB)	PII (líquido)						
2000	-3,77	n.a	4,13	221.850	-0,96	-75.953,30	18,03	64.545	-0,12	-6.789,10
2001	-4,19	-264.966	5,87	265.221	0,28	-70.018,50	11,06	43.911	0,28	-11.060,80
2002	-1,52	-230.552	7,57	343.337	1,38	-59.868,60	8,43	37.179	0,82	-9.893,30
2003	0,75	-272.555	10,38	394.159	1,48	-46.241	8,22	3.924	-0,99	-12.094
2004	1,75	-297.693	9,48	424.752	0,11	-43.246	10,06	-10.635	-3,03	-20.959
2005	1,57	-316.593	11,35	439.360	-1,27	-47.436	11,05	-31.567	-3,46	-33.955
2006	1,24	-368.861	12,07	518.330	-1,02	-59.682	9,53	-38.793	-5,3	-41.069
2007	0,11	-547.548	12,33	483.700	-0,7	-74.766	5,92	-150.600	-6,97	-68.380
2008	-1,7	-283.614	13,69	622.750	-1,98	-85.880	6,24	254.794	-7,11	-11.294
2009	-1,51	-600.795	8,58	720.060	-2,82	-122.901	4,05	103.431	-4,05	-40.208
2010	-2,26	-700.789	6,21	693.800	-2,62	n.a	4,8	15.680	-2,78	n.a

Fonte: *World Economic Outlook Database* (IMF) e *International Financial Statistics* (IMF) – 2011. Notas: CC = Saldo em Conta Corrente (% do PIB); PII (Líquido) = Posição Internacional de Investimento (milhões de dólares); os dados da China correspondem apenas a Hong Kong, dada a disponibilidade de dados.

As fragilidades externas acima apontadas podem ser complementadas pelos impactos que as economias dos BRICS sofreram durante a crise financeira internacional, iniciada em 2007 e aprofundada em 2008-2009. Seguindo o período de apreciação das moedas domésticas em relação ao dólar, o Real brasileiro, o rublo russo, a rúpia indiana e o rand africano sofreram uma severa pressão ao final de 2008 e início de 2009. No caso do renminbi chinês, que apresentou uma gradual apreciação contra o dólar a partir da reforma do regime cambial em 2005, houve uma interrupção desse processo de apreciação em meados de 2008. Em termos da tendência de variação das moedas dos BRICS, pode-se mostrar, por meio do Gráfico 1, que as moedas do Brasil, África do Sul e Rússia exibiram uma volatilidade muito maior durante a crise financeira global do que as da China e Índia. Aliás, as variações da taxa de câmbio na economia brasileira e sul-africana foram maiores do que a variação cambial da média dos países emergentes, o que mostra que as moedas desses países têm sofrido impacto direto da forte entrada seguida de bruscas saídas de capitais estrangeiros que esses países têm apresentado nos últimos anos. Assim, a crise atual revelou que o acúmulo de volumes expressivos de reservas cambiais por esses países não é suficiente para torná-los imunes aos riscos sistêmicos inexoráveis da globalização financeira e da integração dos mercados financeiros.

GRÁFICO 1 - Variação (%) das taxas de câmbio dos países dos BRICS e da média dos países emergentes no auge da crise financeira internacional



Fonte: IMF statistics.

Dessa maneira, com base nas similaridades e nas diferenças em termos do desempenho macroeconômico doméstico e externo entre as economias dos BRICS, examinamos separadamente, a seguir, a dinâmica dos fluxos financeiros direcionados a esses países no período 2000-2010, que abarca o período favorável dos ciclos de liquidez internacional (vivido entre 2002 e 2007) e o período da crise financeira internacional e a subsequente recuperação.

3.2 A dinâmica dos fluxos financeiros nos BRICS

O intuito desta seção é mostrar que as economias dos BRICS apresentam características peculiares no que toca à dinâmica financeira, de tal sorte que devem ser foco na formulação de estratégias para regulação financeira global. O desempenho particular da conta de capitais para cada país segue o comportamento dos ciclos de liquidez internacional apresentados na seção 2 deste trabalho e é resultado da adoção ou não de medidas mais fortes ou mais frouxas de controles de capitais. A hipótese subjacente à análise da dinâmica dos fluxos financeiros desses países é a de que a vulnerabilidade externa e o espaço para condução de políticas macroeconômicas dependem da efetividade das medidas de gerenciamentos dos fluxos, de forma que para redução da vulnerabilidade é necessário conter os fluxos financeiros de curto prazo.

Para cumprir o objetivo proposto, examinamos a dinâmica dos fluxos financeiros destinados a esse conjunto de economias e verificamos qual a contribuição dos controles de capitais para essa dinâmica. A análise foi feita a partir do exame detalhado das contas financeiras do Balanço de Pagamento dos países e de suas subcontas, com foco na composição e perfil dos fluxos financeiros. Ademais, utilizamos a metodologia GARCH¹⁸ para exame das volatilidades das contas financeiras, a fim de detectar os momentos em que há picos de capitais voláteis, de forma a associá-los (ou não) aos ciclos de liquidez internacional. Ressalta-se que essas contas foram abertas, de forma que as contas de investimento direto, investimento em carteira, outros investimentos e derivativos foram analisadas tanto nas suas formas passivas como ativas. Chamamos essas subcontas mencionadas de contas do primeiro nível de abertura das contas financeiras e os ativos e passivos delas como segundo nível de abertura¹⁹. A fonte de todos os dados utilizados nas análises foi a base *International Financial Statistics* (IFS) do FMI.

¹⁸ Modelo de heterocedasticidade condicional auto-regressivo generalizado. Trata-se de um modelo não linear no que se refere à sua equação de variância, já que essa é uma função não linear de valores da série defasados no tempo. Neste modelo a variância condicional depende dos passados das próprias variâncias condicionais.

¹⁹ No caso dos investimentos diretos, a subconta ativa corresponde ao investimento direto no exterior e a subconta passiva corresponde ao investimento direto na economia declarante.

Para a utilização de modelos GARCH, alguns passos se fazem necessários antes que se meça a volatilidade de cada série. Primeiramente, a partir dos dados de Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira, Derivativos e Outros Investimentos²⁰, foi realizada a análise das estatísticas descritivas das séries em questão, levando em conta a média, variância, desvio-padrão, coeficientes de simetria e curtose, além da estatística Jarque-Bera. Em seguida, a partir do teste ADF (*Augmented Dickey-Fuller*), foi analisada a estacionariedade das séries, cujos resultados são apresentados no Anexo 1 deste trabalho. Observamos que houve a rejeição da hipótese nula de que haja raiz unitária para todas as séries estudadas, conforme resultados apresentados nas Tabelas I a V do Anexo 1.

Tendo realizada a análise descritiva e o teste de estacionariedade das séries, é necessário realizar o teste ARCH (para ratificação da presença de heterocedasticidade condicional autorregressiva dos resíduos) para as séries analisadas. A hipótese nula desse teste aponta que não há heterocedasticidade condicional e, conforme indicado nos resultados (apresentados nas Tabelas de VI a X do Anexo 2 desse trabalho), todas as séries financeiras examinadas rejeitam a hipótese nula do teste ARCH. Dessa forma, as subcontas financeiras dos BRICS estão aptas para a estimação do modelo GARCH. Em relação aos passos próprios do modelo GARCH tem-se, inicialmente, a etapa de identificação, por meio da estimação de um modelo ARMA, como forma de remover a correlação serial. Em seguida, aplica-se a modelagem GARCH aos resíduos ao quadrado do modelo ARMA, por intermédio da função de autocorrelação parcial (facp); faz-se o estudo dos resíduos do modelo identificado e, finalmente, mede-se a volatilidade das séries pelo modelo GARCH (variância condicional).

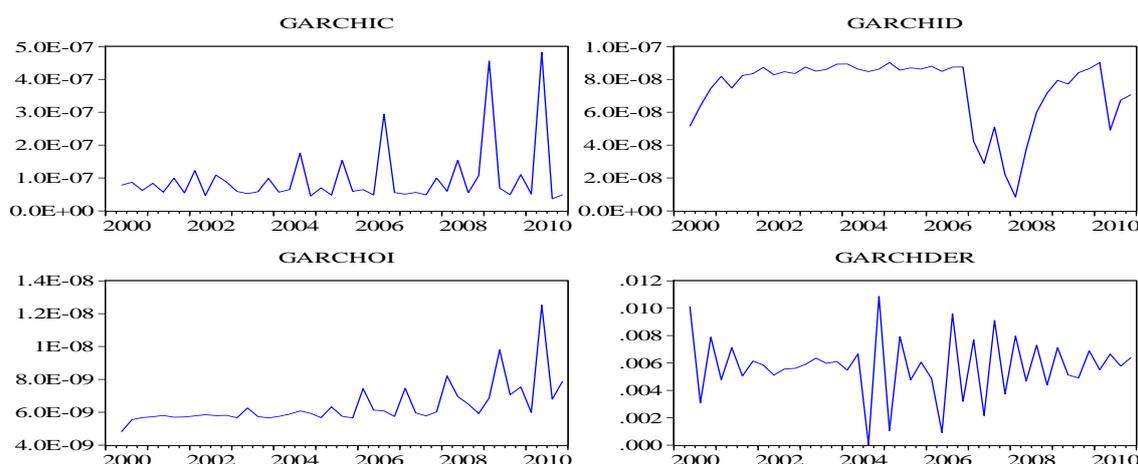
Sabe-se que os modelos da família GARCH apresentam limitações, como elevada persistência e baixo desempenho preditivo. Assim, segundo Oliveira e Pereira (2011, p. 5), o modelo GARCH “leva a previsões limitadas, sobretudo para períodos de análise após mudança estrutural, pois a persistência estimada resulta numa estimação da volatilidade que é geralmente maior que a real”. Embora tenhamos encontrado alguns movimentos muito fortes nas pontas das séries, como veremos nos resultados das aplicações em seguida, não consideramos esse tipo de viés um impedimento para a análise objetivada, pois estamos mais preocupados com os momentos dos picos de volatilidade e menos com os níveis dela. A seguir examina-se, então, cada país componente dos BRICS em termos das volatilidades de seus fluxos financeiros.

Brasil

O Brasil desde a década de 1990 utiliza o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), pago por operações de empréstimos e por aplicações no mercado financeiro e de capitais, como medida de controle sobre a entrada de capitais. O objetivo desta medida é onerar, seletivamente, as operações de arbitragem de juros de curto prazo, de forma a reduzir a entrada de recursos, que fazia expandir rapidamente a dívida pública naquela década, e que agora é responsável pela forte apreciação cambial. Todavia, a dinâmica dos fluxos de capitais direcionados ao Brasil permanece volátil desde a adoção da medida referida, tornando-se refém dos ciclos de liquidez internacional.

²⁰ No caso da África do Sul e Índia, como os dados da conta Derivativos não estão disponíveis na fonte IFS – FMI, na maior parte do período analisado, não se mediu a volatilidade GARCH dessa conta.

GRÁFICO 2 - Volatilidades GARCH para as séries do primeiro nível de abertura da conta financeira do Brasil – 2000 a 2010



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF e com uso do Eviews 7.0. Notas: GARCHIC = variância condicional de Investimentos em Carteira; GARCHID = variância condicional de Investimentos Diretos; GARCHOI = variância condicional de Outros Investimentos; GARCHDER = variância condicional de Derivativos.

Examinando a volatilidade GARCH das subcontas financeiras do BP brasileiro no Gráfico 2, constata-se que as contas que apresentaram maiores níveis de volatilidade para o período recente, entre 2000-2010, foram as de investimento em carteira e outros investimentos, que são contas que agregam os fluxos de viés de curto prazo²¹. Ainda assim, nota-se uma forte volatilidade da conta investimentos diretos entre 2007 e 2008 que precisa ser qualificada. Ela se deveu ao grande salto de investimentos estrangeiros diretos (IED) naquele ano. De fato, no mundo, os IED realizados pelas empresas transnacionais chegaram ao nível recorde de US\$ 1,8 trilhão em 2007, um aumento de 30% em relação ao ano anterior (segundo UNCTAD, 2008). No caso do Brasil, o salto foi ainda mais forte, dado que se observou um crescimento de 83% no ano. Ou seja, naquele ano há um desvio para cima da série de IED. Em 2008, os ingressos continuaram, mas iniciou-se uma reversão no quarto trimestre. Essa reversão continuou ao longo de 2009 e naquele ano esses fluxos se retraíram em 42%. Já em 2010, enquanto os países desenvolvidos continuavam apresentando baixa captação de IED, os países em desenvolvimento voltaram a atrair fortemente investimentos diretos. Pela primeira vez na História, esses últimos superaram os desenvolvidos na atração de IED. No caso do Brasil, mais uma vez, os ingressos foram expressivos, tendo havido um crescimento no ano de 86,7%, provocando-se novo desvio de trajetória.

Um fato importante é o de que a dinâmica particular dos Investimentos Diretos ocorre apenas para o período pós 2007. Nas fases anteriores esses fluxos não exibem picos de volatilidade. Então, o que se observa é que há uma reversão por conta da crise, mas o retorno da trajetória de atração é rápido.

No que tange aos controles de capitais adotados nesse país, o estudo de Carvalho e Garcia (2006), por meio de uma análise das alterações do IOF na década de 1990, mostra que dada a fungibilidade intrínseca dos fluxos de capitais, é relativamente fácil para as instituições financeiras disfarçarem fluxos especulativos como fluxos destinados a outros fins, como o financiamento de exportações ou o investimento estrangeiro direto. Por sua vez, analisando o impacto das alterações recentes do IOF como resposta à liquidez internacional pós-crise de 2008, pode-se dizer que essa tentativa de “burlar” o controle de capitais continua presente na economia brasileira. Uma lacuna que explica isso é o fato de que o investidor externo pode abrir uma sociedade anônima com

²¹ Observa-se no mesmo gráfico que os níveis de volatilidade de derivativos são bem mais baixos que os das outras subcontas. Isto ocorrer porque o montante de derivativos representa pequena parcela do total da Conta Financeira do BP brasileiro. Verifica-se, também, que os valores de volatilidade, representados no eixo das coordenadas, estão apresentados com referências exponenciais. (E - 07 ou E - 08, representando 07 ou 08 dígitos, respectivamente). Isto se deve ao fato de que a volatilidade gerada a partir desse modelo (GARCH) é uma função quadrática crescente dos valores passados da série.

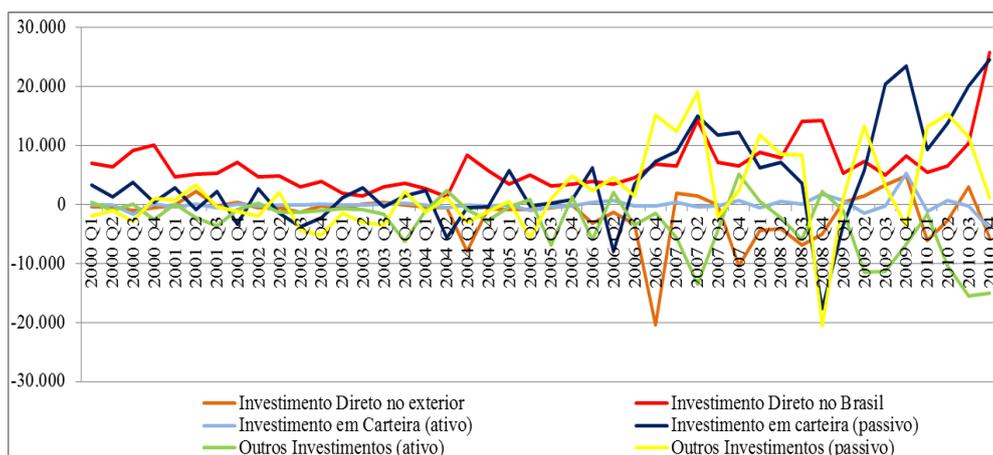
participação de capital superior a 10% (realizando teoricamente um investimento direto), que, por sua vez, aplica os recursos em fundos de investimento em cotas (FIC). Assim, em vez de pagarem o IOF de 6% sobre o total do capital para aplicações de renda fixa ou 2% para ações, os investidores pagam somente um IOF de 0,38% na entrada do considerado “investimento direto”. Em outras palavras, parte importante do capital que é contabilizado como investimento direto é de fato, investimento em carteira via ações.

Em termos das medidas adotadas mais recentemente, o Brasil implantou uma taxa de 1,5% (IOF) em certos tipos de influxos em março de 2008. A taxa foi eliminada no início da crise global, mas reintroduzida em outubro de 2009, com uma taxa de 2% sobre influxos de capital estrangeiro e de renda fixa e de 1,5% aplicada quando investidores externos convertem *American Depository Receipts* (ADRs) em recibos de ações emitidas localmente. Subsequentemente, o imposto foi aumentado para 6% para capitais de renda fixa e estendido para derivativos, em outubro de 2010. Ademais, naquele mesmo mês, a migração de investidores não residentes de aplicações em renda variável, para renda fixa ou para cobrir margens de garantia dos mercados futuros, foi sujeita a fechamento de novo contrato de câmbio.

Mais recentemente, a partir de janeiro de 2011, as instituições financeiras brasileiras devem depositar o equivalente a 60% de qualquer posição de dólar de curto prazo (o resultado líquido de suas operações de compra e venda de moeda estrangeira) com o Banco Central. Isso ocorre quando o valor de 60% da posição de câmbio supera o menor de dois valores: U\$ 3 bilhões de dólares ou o patrimônio de referência dos bancos. Já em março do mesmo ano houve uma elevação para 6% do IOF sobre as captações externas de até 360 dias. No ano seguinte, 2012, a taxa de 6% do IOF foi estendida tanto para novos empréstimos externos, quanto para os renovados, com maturidade até cinco anos. Finalmente, a medida mais recente foi a alteração do prazo de maturidade do IOF de 6% (a mesma medida mencionada anteriormente) sobre empréstimos externos que foi reduzido para até dois anos.

É importante destacar que, no Brasil, há uma alta volatilidade de capitais não taxados, como os classificados como outros investimentos. Observa-se no Gráfico 3, que houve uma importante saída de recursos por essa modalidade no auge da crise financeira internacional, em 2008. Assim, a análise do segundo nível de abertura da conta financeira do Brasil, representado pelo mesmo gráfico, mostra que as subcontas Investimento em Carteira (passivo) e Outros Investimentos (passivo) apresentam uma maior volatilidade em relação às demais contas. Faz-se relevante denotar que a primeira metade da década analisada apresenta uma trajetória mais uniforme das subcontas em questão, ao passo que, principalmente a partir de 2007, tais subcontas passaram a apresentar um movimento mais volátil. Cabe explicar a forte saída de recursos pela modalidade investimento direto no exterior no quarto trimestre de 2006. Isso se deveu a compra da mineradora canadense Inco pela Companhia Vale do Rio Doce, após um processo de crescente internacionalização das empresas brasileiras. Destaca-se que pela rápida recuperação do Brasil frente à crise do *subprime*, iniciada em 2007, o país passou a ser atrativo aos capitais externos, o que pode ser comprovado a partir da análise da subconta investimento direto no Brasil (IDE), que terminou 2010 com aproximadamente U\$ 25.000.000. Para além do forte influxo de IDE, o País tem atraído fortemente capitais com viés de curto prazo, representados pelos investimentos em carteira. Ressalta-se, ainda, a forte fuga de capitais dessa modalidade no auge da crise, em 2008.

GRÁFICO 3 - Conta financeira do Brasil – segundo nível de abertura (US\$ milhões) – 2000 a 2010



Fonte: IMF, *International Financial Statistics*.

Finalmente, não se pode deixar de mencionar que, no caso do Brasil, grande parte da apreciação cambial apresentada no período recente – só em 2010 o Real se apreciou 30% em relação ao dólar, sem contar aquela forte variação cambial em 2008, com mostrou o Gráfico 1 – está associada às operações com *carry trade*. Desta maneira, o instrumento utilizado pelo governo não tem encontrado a eficácia desejada e não deve, sob o ponto de vista desse artigo, continuar sendo a estratégia principal para controlar a especulação que assola a conta financeira brasileira.

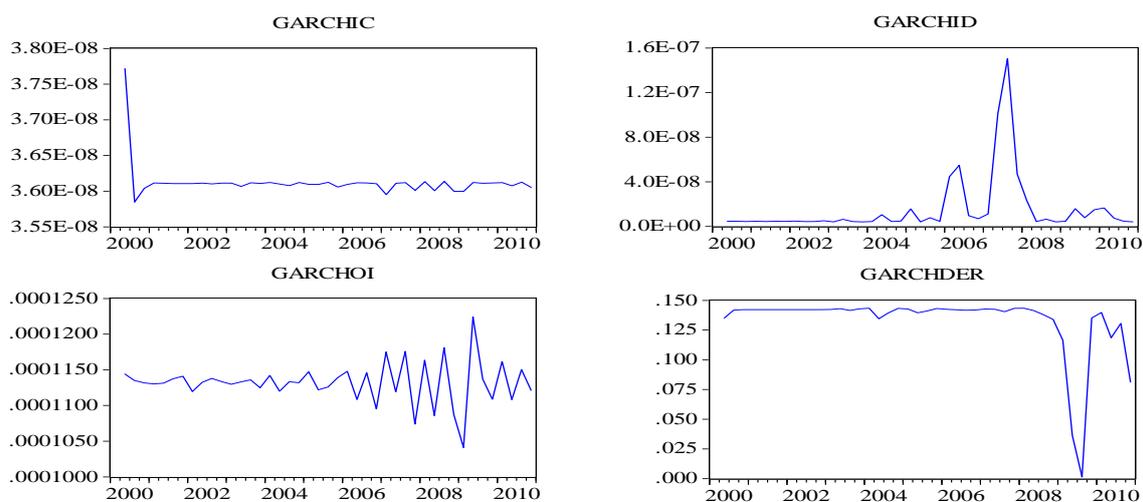
Rússia

A Federação Russa (Rússia) iniciou seu processo de liberalização financeira no início dos anos 1990, reformando o sistema bancário e o mercado de títulos. Após a liberalização gradual das restrições aos investimentos de portfólio de não residentes, que só se completou no início de 1998, o país experimentou pressões no mercado de câmbio, que, por refletirem em preocupações crescentes com a situação fiscal, levaram a Rússia a introduzir uma série de medidas emergenciais, incluindo a intensificação de controles de capitais e o anúncio de moratória seletiva do endividamento (Ariyoshi *et al.*, 2000). Mas, apesar de serem abrangentes, como as amplas restrições sobre transferências para o exterior de não residentes e o alargamento da maturidade do endividamento doméstico, os controles adotados não alcançaram o objetivo de moderar as saídas dos fluxos financeiros.

A partir de 1999 o aperto da política monetária e a reimposição de controles sobre saídas de capitais refletiram num declínio e estabilização das saídas líquidas de capitais privados. Para Ariyoshi *et al.* (2000), esses controles foram importantes para reduzir em dólar a dívida denominada em moeda doméstica. Além desses controles citados, a Rússia adotou requerimentos de reserva não remunerada (URR²²), assim como a Colômbia e o Chile, entre 2004 e 2006. Especificamente, URRs diferenciadas foram adotadas de agosto de 2004 a julho de 2006, sendo que incidiam em 20% das reservas de investimentos de não residentes em títulos do governo e em 3% sobre investimentos em portfólio de não residentes e empréstimos a residentes. Assim, destaca-se a importância dos controles mais recentes adotados na Rússia. Isso também pode ser visto por meio das volatilidades GARCH das séries do primeiro nível de abertura da conta financeira russa, no Gráfico 4. Claramente os picos de volatilidade só ocorreram mais recentemente, como impacto da crise financeira internacional.

²² URR – *unremunerated reserve rate* - trata-se de um tipo importante de controles sobre influxos de capitais, que obrigam as partes estrangeiras que desejam depositar dinheiro em uma conta bancária doméstica (ou outra forma de fluxo) a depositar uma percentagem desse fluxo no banco central por um período mínimo determinado.

GRÁFICO 4 - Volatilidades GARCH para as séries do primeiro nível de abertura da conta financeira da Rússia- 2000 a 2010

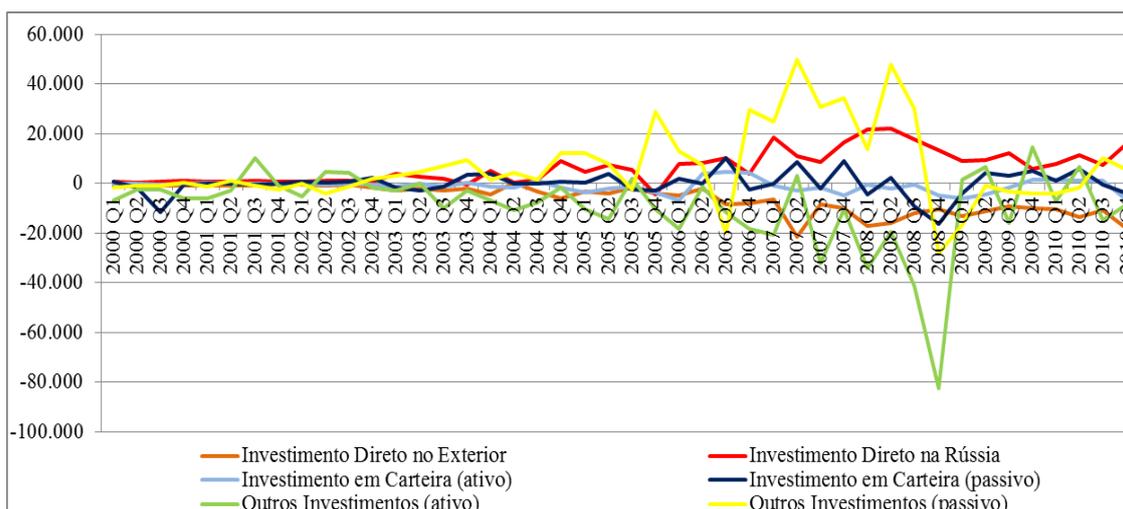


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF e com uso do Eviews 7.0. Notas: GARCHIC = variância condicional de Investimentos em Carteira; GARCHID = variância condicional de Investimentos Diretos; GARCHOI = variância condicional de Outros Investimentos; GARCHDER = variância condicional de Derivativos.

Ademais, esses picos recentes de volatilidade podem ser explicados pela remoção dos controles de capitais em julho de 2006. Pesadamente exposta à desalavancagem global de fluxos bancários, a reversão súbita de capitais para as economias emergentes em meados de 2008 foi particularmente acentuada no caso da Rússia e especialmente pronunciada na categoria de outros investimentos, conforme Gráfico 4.

Abrindo a conta financeira, o Gráfico 5, do segundo nível de abertura da conta financeira da Rússia, mostra que a segunda metade da década de 2000 apresenta maior volatilidade das subcontas financeiras analisadas. Nesse sentido, destacam-se as subcontas Outros Investimentos (ativo e passivo) que oscilaram bastante, indicando o caráter de mais curto prazo desses fluxos. Ademais, essas subcontas apresentam um volume bem maior de recursos financeiros quando comparadas com as contas do Brasil, Índia e África do Sul. É importante ressaltar, também, que, assim como os demais países emergentes analisados, a Rússia recebeu um grande influxo de capitais por meio da modalidade de Investimento Direto, a partir de meados de 2007.

GRÁFICO 5 - Conta financeira do Brasil – segundo nível de abertura (US\$ milhões) – 2000 a 2010



Fonte: IMF, *International Financial Statistics*.

Como impacto da crise financeira internacional, os fluxos de capitais de outros investimentos se reverteram, sendo que as saídas da conta financeira total alcançaram 8% do PIB no quarto trimestre de 2008. A modalidade de fluxos de portfólio (investimentos em carteira) também reagiu à crise. No entanto, o gráfico das volatilidades GARCH (Gráfico 4) não mostra, pois houve uma variação forte desses fluxos no início do período analisado que distorceu os demais valores das volatilidades dos anos seguintes. Essa maciça saída de capitais observada, em 2008-2009, depreciou o rublo fortemente entre dezembro de 2008 e janeiro de 2009, como também observamos no Gráfico 1 a forte variação cambial no auge da crise. Contudo, as autoridades domésticas não recorreram aos controles de capitais. Mas, em 2011, a Rússia reintroduziu requerimentos de reserva não remunerada sobre passivos de residentes e de não residentes para desencorajar o potencial renovado dos fluxos de capitais direcionados à economia russa.

Assim, os controles de capitais introduzidos na Rússia são exemplos bem sucedidos de restrições às saídas de capitais, sobretudo quando se observa a rápida recuperação em termos de atração de fluxos de capitais desta economia no período recente. Entre os países emergentes, o boletim do IIF (2011) mostra que Rússia e Turquia foram os países que mais apresentaram aumentos nos fluxos de capitais. No caso da Rússia, grande parte desse aumento se deve ao fato de que cessou o pagamento líquido para bancos estrangeiros.

Índia

A Índia sofreu uma crise do Balanço de Pagamentos em 1991, que representou um “divisor de águas” de suas políticas econômicas. A partir dessa crise, o país se engajou em uma série de reformas, que envolveram a liberalização comercial, a abolição do sistema de licenciamento industrial, fortes controles sobre os fluxos de capitais, e o encorajamento de fluxos produtivos de investimento direto, sob um regime de câmbio flutuante administrado (desde março de 1993)²³.

Antes da crise, os influxos de endividamento privado e público eram a principal fonte dos recursos externos. Desde a crise, a Índia tem bloqueado os influxos de dívida, especialmente aqueles de curto prazo. De forma contrastante, o país tem gradualmente aberto sua economia a influxos de ações e mais recentemente também começou a relaxar saídas de fluxos de IDE pelas corporações indianas. Os influxos de portfólio são controlados por meio de uma estrutura de

²³ Veremos que, assim como o caso chinês, a Índia se caracteriza por controles de capitais extensivos e duradouros, com o uso de controles diretos e administrativos e articulando uma forma de gestão da economia que não aceitasse inteiramente as propostas do Consenso de Washington.

“Investimento Estrangeiro Institucional”, que requer o registro de todos os investidores estrangeiros elegíveis (BIBOW, 2011).

Assim, segundo Shah e Patnaik (2005), os controles de capitais indianos consistem em uma intrincada teia de um grande número de restrições quantitativas, operadas por um substancial aparato burocrático.

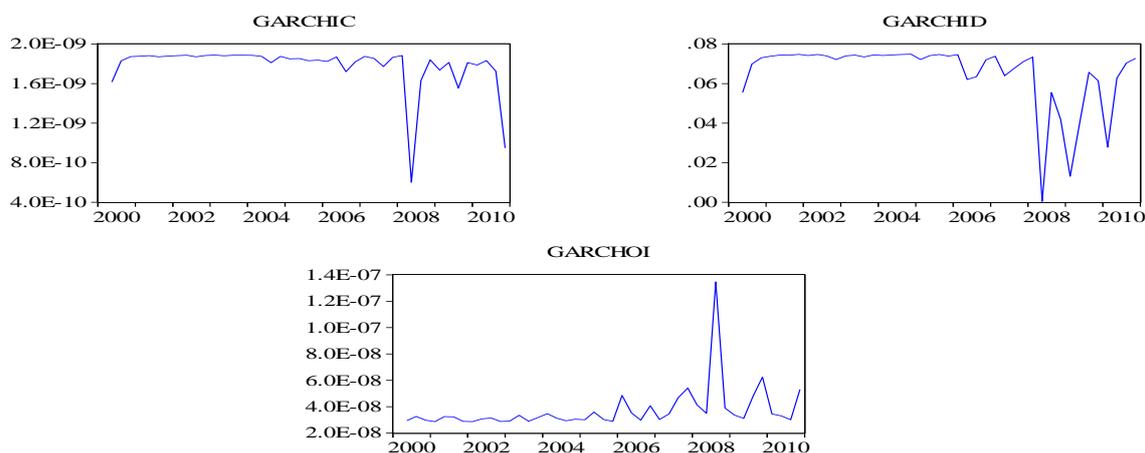
Um elemento importante dos controles de capitais na Índia consistia-se em barreiras a arbitragens no mercado monetário futuro, por meio da regulação bancária. Permitiu-se o acesso de importadores e exportadores ao mercado futuro, onde estavam livres para a *hedge* ou não. A oferta e demanda de dólares futuros desses *hedgers* permitidos determinava o preço futuro e os bancos estavam prevenidos do engajamento em arbitragens com a paridade coberta da taxa de juros (SHAH; PATNAIK, 2005).

A regulação prudencial e a supervisão do sistema bancário se fortaleceram em conformidade com padrões internacionais. A regulação do mercado de títulos foi modernizada, a confiança do governo no financiamento junto ao banco central foi freada e a autoridade monetária fez maior uso de instrumentos indiretos de política monetária.

O Banco Central controla a taxa de juros que os bancos emprestam a estrangeiros por meio dos depósitos de não residentes. Utiliza-se também um amplo conjunto de instrumentos para influenciar as condições do mercado cambial, intervindo no mercado *spot*, utilizando transações futuras e de *swap* de câmbio, e buscando acumular reservas para sustentar suas intervenções nesse mercado. Como resultado desta política, o nível de reservas cambiais subiu de US\$ 32,4 bilhões em 1998 para US\$ 75,4 bilhões em 2002, segundo dados do FMI.

Em janeiro de 2004, o Banco Central permitiu a conversibilidade para residentes, mas impôs um limite máximo anual para a saída de recursos de apenas US\$ 25.000. De acordo com Habermeier, Kokenyne e Baba (2011), o sistema de controles de capitais indiano é um dos mais restritivos e eficazes do mundo, predominando controles de capitais de natureza quantitativa, com prevalência de controles sobre os fluxos de saída.

GRÁFICO 6 - Volatilidades GARCH para as séries do primeiro nível de abertura da conta financeira da Índia– 2000 a 2010



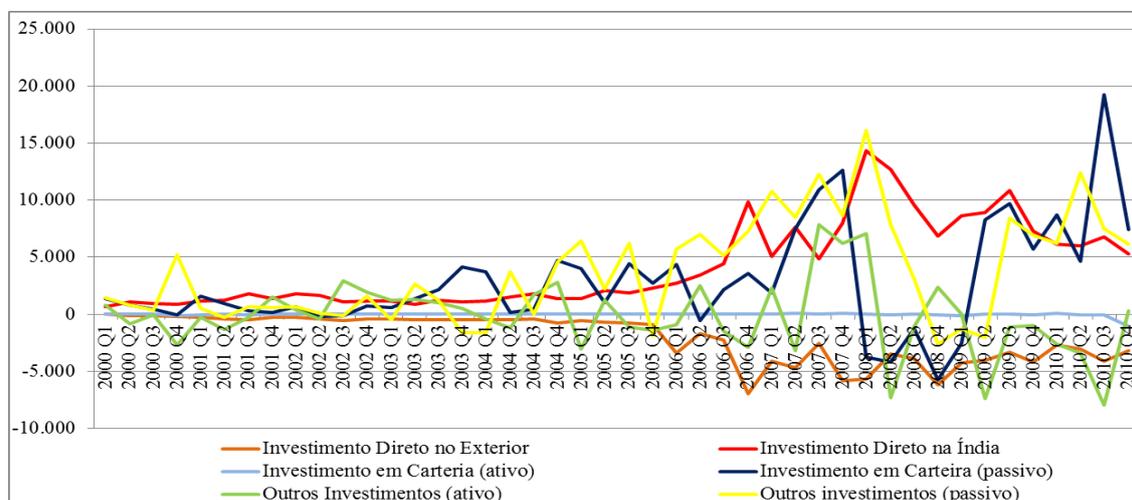
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF e com uso do Eviews 7.0. Notas: GARCHIC = variância condicional de Investimentos em Carteira; GARCHID = variância condicional de Investimentos Diretos; GARCHOI = variância condicional de Outros Investimentos.

Com isso, os fluxos de capitais direcionados à Índia não sofreram picos de volatilidade como os outros países dos BRICS. Observa-se, no Gráfico 6, que as volatilidades GARCH só sofreram picos no período recente, no auge da crise financeira internacional, em 2008.

Em resposta à crise financeira internacional, mais recentemente, foram adotadas duas medidas importantes de controles de capitais, em virtude da apreciação acelerada da Rúpia. Em dezembro de 2009, foram aumentadas as restrições a empréstimos externos, por meio do

restabelecimento de taxas de juros cobradas sobre empréstimos comerciais estrangeiros, que foram eliminadas durante a crise. Em junho de 2010, a quantidade de títulos de curto prazo que poderia ser vendida a investidores estrangeiros foi limitada. Contudo, em setembro do mesmo ano, o limite máximo para investimento em dívida por investidores institucionais estrangeiros foi aumentado.

GRÁFICO 7 - Conta financeira da Índia– segundo nível de abertura (U\$ milhões) – 2000 a 2010



Fonte: IMF, *International Financial Statistics*.

O exame do segundo nível de abertura da conta financeira da Índia, por meio do Gráfico 7, mostra uma acentuada volatilidade dos fluxos financeiros a partir de 2006 e uma mudança no volume de recursos recebidos. Na primeira metade da década o volume médio de influxos de capitais foi bem menor do que na segunda metade da década, o que significa que essa economia só passou a receber mais fortemente os recursos financeiros no ciclo mais recente de liquidez internacional. As subcontas mais instáveis, nesse caso, são outros investimentos e investimentos em carteira, que se caracterizam pela transação de fluxos de mais curto prazo. Quanto à atração de capitais via IDE, a Índia segue a tendência dos demais países emergentes analisados, ao ter um grande influxo a partir de 2006. Tal subconta se mostra menos instável que as demais.

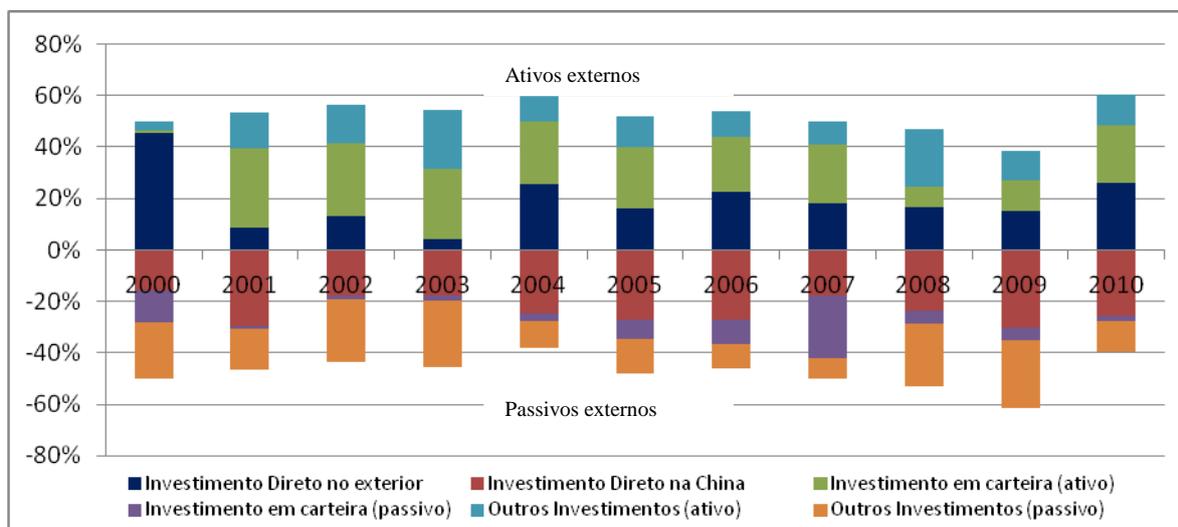
Assim, pode-se dizer que, de modo geral, as autoridades indianas combinam uma maior confiança nos influxos de investimentos não-IDE com uma maior flexibilidade da taxa de câmbio, que pode ser vista pela forte apreciação da Rúpia nos últimos anos. O governo se preocupa com isso e intervém no mercado de câmbio, como assim o fez em 2010. Mas, a estratégia de acúmulo de reservas internacionais e os controles de capitais desempenham nesse país um importante papel, conforme se especifica as medidas de controle acima apontadas. O aumento tolerável do déficit em transações correntes, a partir de 2005 (conforme Tabela 1), fez com que o governo aumentasse os limites de empréstimos comerciais estrangeiros com estipulações para fins de investimentos em infraestrutura e um prazo mínimo de maturação de cinco anos.

China

Além da inserção externa diferenciada da China, apontada anteriormente, sua estratégia de desenvolvimento é diferente das estratégias de outros países dos BRICS. O desenvolvimento econômico chinês se dá com base no crédito orientado por bancos públicos, em baixas taxas de juros, no câmbio depreciado e no planejamento de investimentos estatais. Ademais, segundo Ariyoshi et al (2000), a China – assim como a Índia – pode ser vista como uma experiência de controles extensivos e duradouros sobre os fluxos internacionais de capitais. Assim, essas economias são caracterizadas por processos lentos e cautelosos de liberalização financeira. Como resultado de medidas restritivas diretas sobre os fluxos especulativos de capitais, não foram gerados efeitos deletérios sobre a economia chinesa, em momentos de crises financeiras em países vizinhos

(como na crise da Ásia, em 1997, e na crise da Rússia, em 1998), da mesma forma que a China não sofreu os efeitos perversos da crise financeira global de 2007-2008.

GRÁFICO 8 - Composição da Conta financeira da China (%) – 2000 a 2010



Fonte: IMF, *International Financial Statistics*.

Ainda dentro do escopo da estratégia desenvolvimentista, a China estabeleceu uma conversibilidade condicional²⁴ da conta corrente e começou a abrir sua conta capital em 1994, paralelamente à reforma do regime cambial. Naquele ano, foram introduzidas medidas para reestruturar o sistema de controle da taxa de câmbio, que resultaram no estabelecimento do mercado interbancário de câmbio no âmbito nacional, na unificação das taxas duais de câmbio e no regime de taxa de câmbio flutuante administrado.

Quanto à conversibilidade da conta de transações correntes, alguns fluxos de capitais foram liberalizados, mas foram mantidas restrições concernentes às seguintes transações financeiras: i) acesso ao mercado doméstico por investidores estrangeiros; ii) investimentos estrangeiros de residentes; iii) empréstimos estrangeiros; iv) investimentos diretos *offshore*.

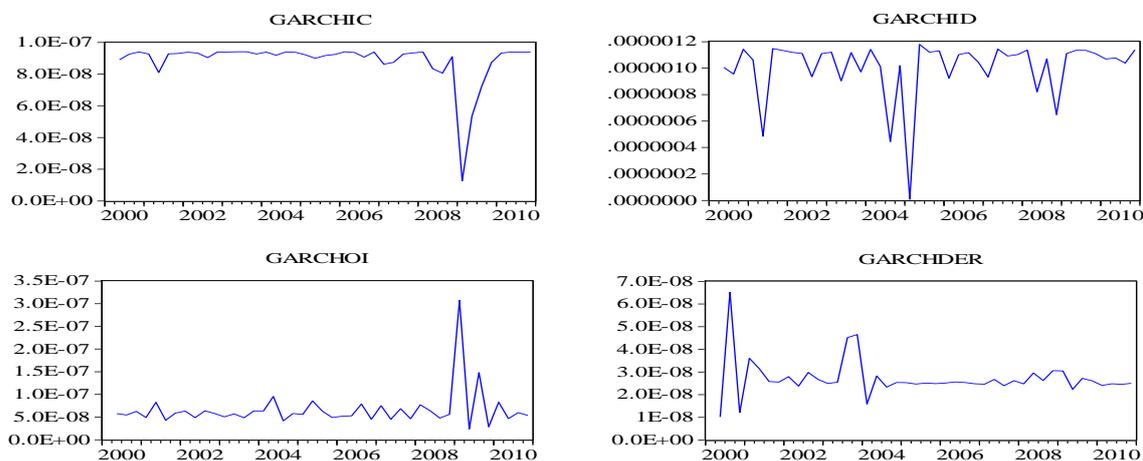
Nesse contexto, os controles de capitais na China favorecem os influxos de longo prazo (particularmente de IDE) em detrimento dos influxos de curto prazo. Observamos no Gráfico 8 que a conta financeira da China tem alta participação dos influxos de IDE (em vermelho no gráfico) e que os passivos de investimentos em carteira participam pouco na composição do passivo total da conta financeira ao longo do período 2000-2010. Acredita-se que isso foi possível por meio de medidas de requerimentos administrativos e restrições quantitativas aos fluxos de capitais.

As medidas de controles de capitais na China objetivam a prevenção de saídas ilegais de capitais e, com isso, a manutenção da estabilidade da taxa de câmbio. Enquanto tais medidas reduziram as atividades ilegais, alguns analistas mostram que as transações legítimas também foram afetadas adversamente. Ademais, em junho de 1999, as autoridades restringiram entre fronteiras as transações em *yuan* (a moeda chinesa), por meio da proibição de bancos domésticos aceitarem remessas para a economia interna na moeda doméstica. Assim, essa medida pode ser considerada um esforço em evitar o comércio *offshore* de *yuan* pelas instituições financeiras chinesas. O resultado da introdução desta série de medidas foi uma melhora no resultado em CC a partir daquele ano – 1999 (ARIYOSHI *et al.*, 2000). Mostrou-se, na Tabela 1 que, ao contrário dos outros países dos BRICS, a China apresenta superávit em CC ao longo de 2000-2010.

²⁴ Era permitida a entrada apenas de fluxos de IDE, os outros fluxos deveriam requerer aprovação do Banco Popular da China, sendo que todas as receitas obtidas com essas aplicações deveriam ser depositadas em uma conta específica e poderiam ser usados apenas para despesas especificadas.

Como o acúmulo de reservas aumentou em meados dos anos 2000, a China aplicou medidas para promover o equilíbrio entre influxos e saídas de capitais. Assim, o governo apertou o controle sobre entradas indesejáveis, tais como empréstimos externos a bancos estrangeiros, facilitando certas saídas de capitais privados, incluindo a das empresas que investiam diretamente no exterior e investimentos de portfólio de investidores institucionais qualificados que investiam pelo mundo.

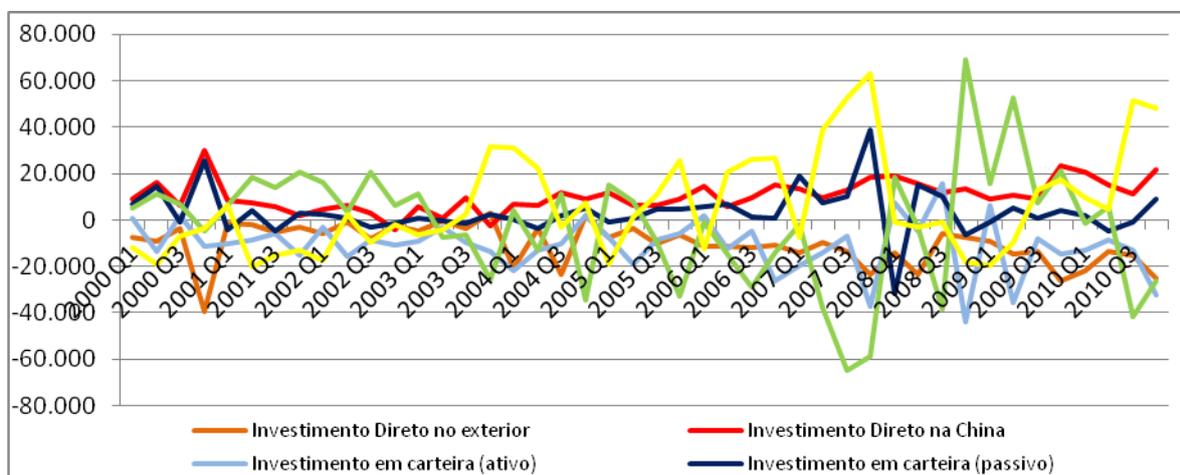
GRÁFICO 9 - Volatilidades GARCH para as séries do primeiro nível de abertura da conta financeira da China – 2000 a 2010



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF e com uso do Eviews 7.0. Notas: GARCHIC = variância condicional de Investimentos em Carteira; GARCHID = variância condicional de Investimentos Diretos; GARCHOI = variância condicional de Outros Investimentos; GARCHDER = variância condicional de Derivativos.

Destaca-se aqui que o caso da China deve ser visto dentro do contexto de um sistema bancário, no qual os bancos estrangeiros continuam a desempenhar apenas um papel marginal (BIBOW, 2011). Portanto, a China reforçou controles administrativos em resposta ao aumento dos influxos de capitais no momento pré-crise, mas seu comportamento incólume à crise recente (2007-2009) se deve ao fato de já existir um sistema extensivo de controles administrativos antes de a crise explodir. Uma qualificação deve ser feita sobre a afirmação anterior, haja vista que as repercussões da crise se deram sobre os influxos financeiros especulativos, como se pode ver por meio do Gráfico 9, que mostra picos da volatilidade GARCH de investimentos em carteira e outros investimentos no auge da crise, em 2008. Contudo, observa-se que o pico maior da volatilidade GARCH da série de investimentos diretos se deu em 2004.

GRÁFICO 10 - Conta financeira da China – segundo nível de abertura (US\$ milhões) – 2000 a 2010



Fonte: IMF, *International Financial Statistics*.

Deve-se salientar, ainda, que no caso dos controles administrativos da China incluem-se procedimentos de aprovação e limites quantitativos, o que reforça o fato de o país atrair mais fortemente os influxos “desejáveis” e não sofrer com a forte volatilidade dos fluxos de capitais com viés de curto prazo. Trata-se, dessa maneira, de um sistema abrangente que permite um acompanhamento de perto dos fluxos financeiros e um reforço calibrado dos controles quando necessário.

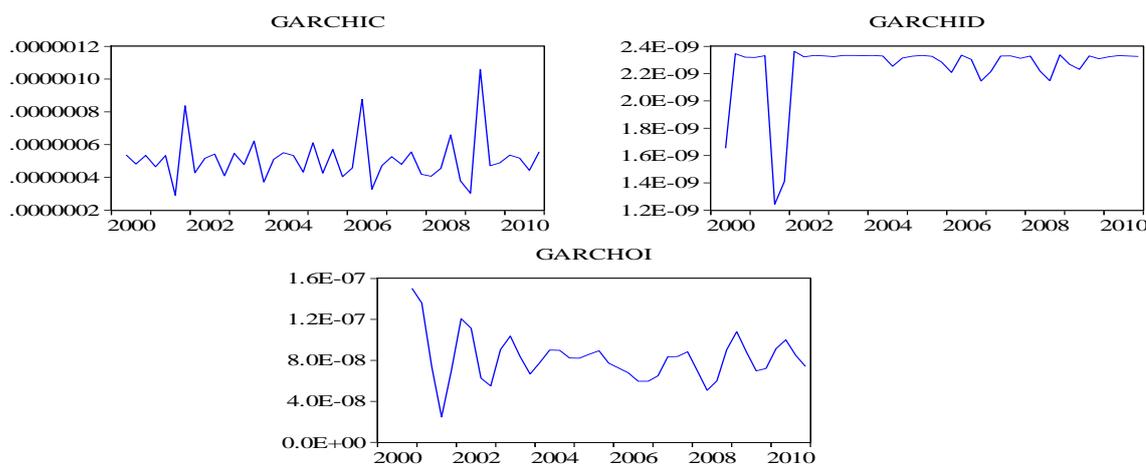
Analisando o segundo nível de abertura da conta financeira da China, na primeira década de 2000, nota-se no Gráfico 10 uma grande volatilidade dos fluxos financeiros, sobretudo a partir de 2007. As subcontas mais representativas dessa instabilidade são as de outros investimentos (ativo e passivo), caracterizadas por constituírem fluxos de capitais transacionados num prazo mais curto. Esse movimento desta subconta se assemelha com a Rússia, outra forte receptora de fluxos financeiros – como se observa nos eixos esquerdos dos gráficos das contas financeiras, que registram grandes cifras nesses casos.

Ressalta-se, mais uma vez, que em maior parte do período analisado a China tem-se mostrado um país atrativo em investimento direto. Para esse país não há volatilidade forte da subconta Investimentos em Carteira, com exceção da fuga de capitais sentida no auge da crise financeira internacional em 2008, o que denota a eficácia dos controles de capitais chineses. Assim, nossa análise vai ao encontro da afirmação de Bibow (2011), para quem o regime de gerenciamento dos fluxos de capitais da China pode ser considerado modelo para os outros países emergentes, componentes dos BRICS.

África do Sul

A África do Sul é um caso de país que adotou uma importante liberalização sobre a saída de capitais. Em 2001, o limite para investidores institucionais investirem no mercado externo foi aumentado para 15% sobre todos os ativos e as transferências em moedas estrangeiras foram permitidas para mais de 10% dos influxos líquidos; e, em 2008, o limite para investimentos estrangeiros foi aumentado gradualmente. Para além dos limites afrouxados, foi significativamente facilitado a capacidade de residentes sul-africanos retirarem capital desta economia. Aos não residentes são permitidos o livre movimento de capital para dentro e fora da economia. As políticas atuais permitir que mais e mais capital Sul-Africano deixem o país.

GRÁFICO 11- Volatilidades GARCH para as séries do primeiro nível de abertura da conta financeira da China – 2000 a 2010



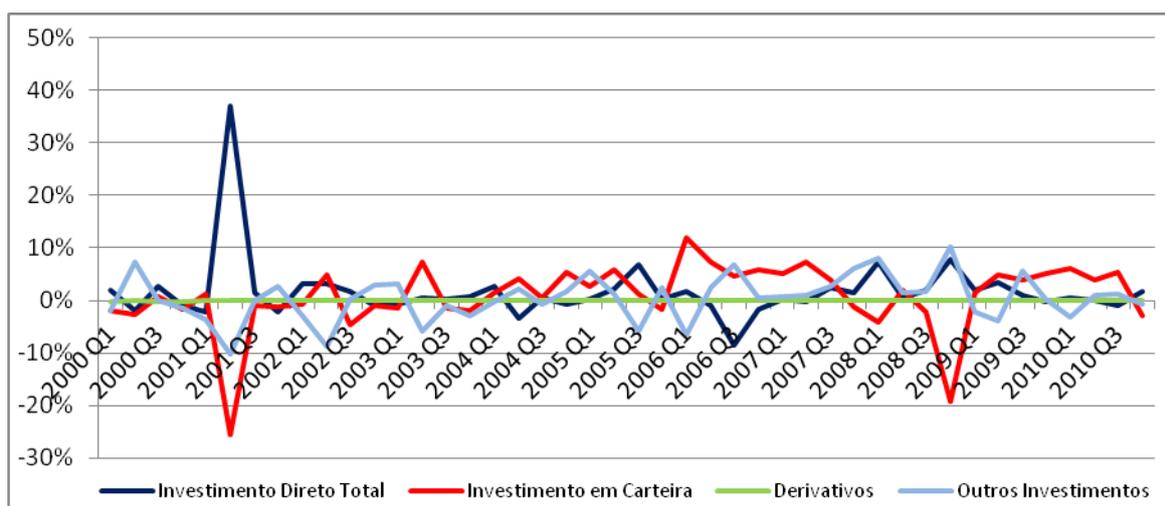
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IMF e com uso do Eviews 7.0. Notas: GARCHIC = variância condicional de Investimentos em Carteira; GARCHID = variância condicional de Investimentos Diretos; GARCHOI = variância condicional de Outros Investimentos.

Segundo Mohamed (2006), o governo espera que uma grande parte do capital necessário para o investimento interno, geração de emprego e desenvolvimento da economia venha de

estrangeiros. Nessa abordagem, as políticas do governo sobre controles de capitais não diferenciam muito os investimentos diretos estrangeiros e fluxos de longo prazo dos fluxos de capitais de curto prazo. Assim, a lição do aumento no fluxo líquido de capital do início dos anos 1990 e da crise cambial de 2001 é que os fluxos de capitais descontrolados têm sido muito prejudicial para a economia Sul-Africana. Um dos pontos que ilustra essa última afirmação é a apreciação cambial enfrentou no final de 2001, quando os investimentos em carteira “fugiram” (Gráfico 12) e o *rand* caiu 35% em relação ao dólar. Mais recentemente, vimos no Gráfico 1, que o país sofreu forte apreciação do câmbio no auge da crise financeira internacional, em 2008. Ademais, o país africano sofre com déficits em transações correntes, assim como o Brasil, o que potencializa o problema enfrentado.

Examinando as volatilidades GARCH, por meio do Gráfico 11, observa-se que os fluxos do primeiro nível de abertura da conta financeira da África do Sul são instáveis durante todo o período analisado. Para além das volatilidades, se observarmos a participação dos fluxos financeiros em relação ao PIB do país, no Gráfico 12, notamos também que são fluxos de montantes representativos. Em 2001, quando o país sofreu uma crise monetária, a saída de capitais pela modalidade investimentos em carteira alcançou mais de 25% do PIB. Mais recentemente, como impacto da crise financeira internacional, a reversão dos fluxos da mesma modalidade alcançaram aproximadamente 20% do PIB.

GRÁFICO 12 - Fluxos do primeiro nível de abertura em % do PIB na África do Sul – 2000 a 2010



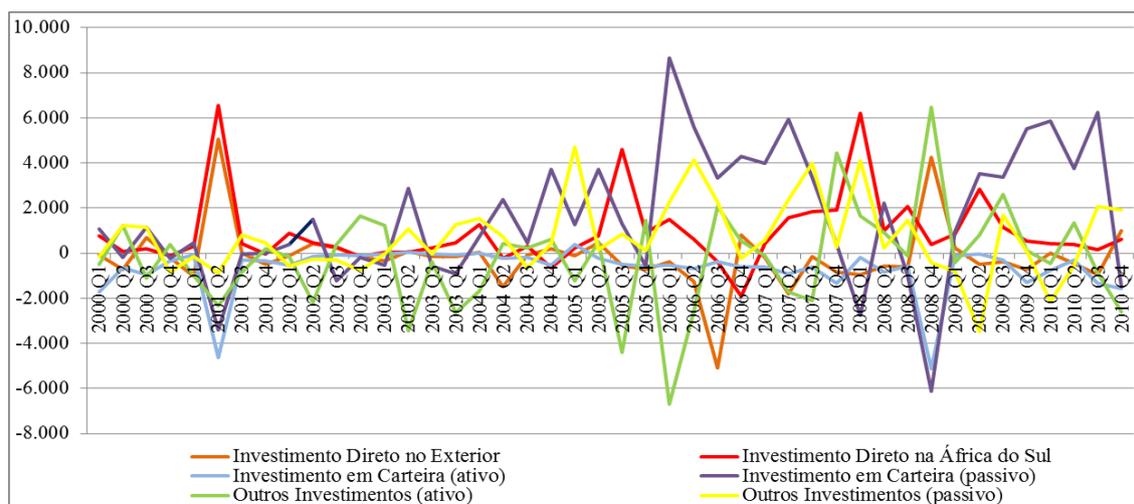
Fonte: IMF, *International Financial Statistics*.

Não obstante, segundo Habermeier, Kokenyne e Baba (2011), o país adotou medidas prudenciais para conter o *boom* de crédito, bem como a apreciação cambial. Regras para empréstimos domésticos tornam-se mais rígidas em junho de 2007. Ademais, regras aplicadas sobre as margens aplicadas sobre ativos colaterais foram introduzidas e os bancos foram submetidos a um custo adicional de capital para levar em conta o risco de concentração e interconectividade em 2008. A política de subscrição de valores de longo prazo foi aumentada para 20% e os negócios ligados a investimentos são fixados em 30% do total de ativos de comércio sob gerenciamento em 2008. Em março de 2010, os bancos foram autorizados a investir no exterior 25% das suas obrigações não-conversíveis em ações.

A análise do segundo nível de abertura da conta financeira da África do Sul, no período de 2000 a 2010, mostra que há uma volatilidade das subcontas examinadas no início da década, que se acentua fortemente a partir da segunda metade da década. Cabe destacar os picos de volatilidade no ano 2001, quando ocorreu a crise monetária no país. A saída brusca de investimentos de portfólio (investimentos em carteira) levou a uma depreciação de 35% da moeda doméstica, como já apontamos. As subcontas que se apresentam mais instáveis, com os maiores picos de entrada ou

saída de capitais em todo o período, são investimento em carteira (passivo), outros investimentos (ativo) e investimento direto no país. No caso desta última subconta, nota-se que o país passou a receber capitais mesmo no período da crise financeira iniciada em 2007, diminuindo um pouco esse influxo em 2010. No auge da crise, no quarto trimestre de 2008, a subconta que mais sofreu impacto foi a de Investimento em Carteira, justamente aquela com perfil especulativo. Assim, denota-se a vulnerabilidade da economia sul africana diante de eventos externos. Ademais, é notável graficamente que essa subconta financeira se recupera facilmente no pós-crise, indicando que a África do Sul é uma das economias emergentes que vem atraindo com grande força os investidores internacionais.

GRÁFICO 13 - Conta financeira da África do Sul – segundo nível de abertura (US\$ milhões) – 2000 a 2010



Fonte: IMF, International Financial Statistics.

Não obstante, segundo IMF (2011), há uma preocupação tanto das autoridades domésticas quanto dos participantes do mercado de que os controles sobre influxos possam permanentemente expulsar os fluxos de capitais. Desta feita, aponta-se mais uma vez que a ausência de controles de capitais mais abrangentes, como foi observado para o caso brasileiro, pode levar os países dos BRICS, bem como outros emergentes a situações cada vez mais desfavoráveis. Para Mohamed (2006), os surtos de capitais, analisados até o ano 2005 na África do Sul, não contribuíram para o investimento na capacidade produtiva desta economia, que poderia levar ao crescimento econômico no futuro.

Considerações finais

Após os processos de desregulamentação financeira e liberalização externa que os países dos BRICS iniciaram na década de 1990, tem havido um maior direcionamento dos capitais internacionais a esses países e a dinâmica desses capitais tem sido altamente instável. Este artigo mostrou que esse comportamento se aprofundou na crise financeira internacional de 2007-2008. Ademais, o estudo desenvolvido mostrou que à medida que aumenta o peso dos fluxos de capitais com perfil de curto prazo nos Balanços de Pagamentos, a dependência dos acontecimentos do que ocorre fora do país cresce. De fato, foi possível constatar que os fluxos com grande potencial de flexibilidade são fortemente influenciados por fatores conjunturais devido, sobretudo, à crise financeira internacional, sendo que os principais momentos de fortes influxos seguem basicamente a dinâmica da liquidez internacional.

Vimos que a crise atual revelou que o acúmulo de volumes expressivos de reservas cambiais pelos BRICS não são suficientes para torná-los imunes aos riscos sistêmicos inexoráveis da globalização financeira e da integração dos mercados financeiros. Em virtude do custo fiscal e da volatilidade cambial que o estoque acumulado de reservas gera para os países, acredita-se que o gerenciamento da conta financeira representa uma alternativa menos onerosa, especialmente diante da ausência de uma reforma fundamental na ordem monetária e financeira global.

No caso do Brasil, medidas importantes foram adotadas em momentos de fortes influxos, como o aumento das alíquotas do IOF sobre os capitais estrangeiros e a taxação sobre operações de derivativos cambiais. Todavia, pode-se dizer que essas medidas não foram suficientes diante dos desafios que a economia enfrenta. O ambiente de excesso de liquidez internacional, a alta de preços das *commodities*, o elevadíssimo patamar da taxa de juros básica, a existência de mercados financeiros profundos e líquidos, e o elevado grau de abertura financeira fazem com que o país seja destino privilegiado das operações de *carry trade* vinculadas a diversas modalidades de fluxos de capitais. Assim, acredita-se que sejam necessárias, no Brasil, políticas alternativas de controles de capitais, como as medidas quantitativas, que se referem à proibição de toda e qualquer movimentação de capitais de cunho especulativo em um determinado período de tempo.

Por sua vez, após sofrer uma crise financeira severa em 1998, a Rússia apresentou uma melhoria em seus indicadores de vulnerabilidade externa a partir de 1999 que pode ser explicada pela adoção de controles sobre a saída de capitais. Além disso, o país não apresenta problemas de déficits em transações correntes, sendo capaz de acumular estoques altos de reservas cambiais. Desse modo, a necessidade de permissão do banco central para realizar investimentos em portfólio no estrangeiro e o requisito de que as instituições russas de crédito devam possuir reservas para operações com não residentes, bem como as URRs implantadas, foram essenciais para proteger a economia russa dos impactos mais severos da crise internacional.

A Índia, assim como a China, é caracterizada por controles de capitais extensivos e duradouros. Contudo, a Índia tem aumentado seu potencial de vulnerabilidade externa no período recente por conta da liberalização financeira e da tolerância com recorrentes déficits em CC. Foi observado que o país não só apresenta atualmente uma CC negativa como tem uma PII desfavorável. Recentemente, as restrições às saídas de capitais têm sido relaxadas para permitir maiores investimentos no exterior, tanto para indivíduos quanto para empresas nacionais. Com isso, verificamos que a economia indiana tem recebido fortes influxos de capitais com viés de curto prazo.

O caso Chinês é o mais peculiar dos BRICS, uma vez que o país tem uma estratégia de desenvolvimento bem diferenciada e uma inserção externa extremamente favorável a sua economia. Ao mesmo tempo em que busca atrair IDEs direcionados a setores produtivos, a China age com cautela em relação a empréstimos externos e investimentos em portfólio, ainda que recentemente – como repercussão da crise internacional – tais capitais tenham aumentado substancialmente. Assim, aponta-se que o regime de gerenciamento dos capitais na China e sua eficácia contribuem fortemente para a resistência do país aos acontecimentos externos, como a crise financeira global, sendo modelo para os outros países dos BRICS.

Finalmente, a África do Sul é grande receptora dos surtos de capitais dos ciclos de liquidez internacional, assim como o Brasil. Ademais, o país não adota controles mais abrangentes de capitais, o que aumenta o potencial de vulnerabilidade externa. Assim, há impactos negativos sobre a volatilidade cambial, sendo que a economia sul-africana foi a segunda dos BRICS em termos de apreciação do câmbio no auge da crise. Acredita-se, desse modo, que medidas mais severas sejam necessárias nesta economia e que não há que se temer com a expulsão dos capitais estrangeiros. Deve-se, sim, atrair de fluxos financeiros de longo prazo, capazes de contribuir para o crescimento produtivo do país.

Portanto, acredita-se que as regulações dos mercados financeiros devam ser dinâmicas e abrangentes, mas é necessária a escolha das técnicas adequadas de controles de capitais, que funcionem melhor a cada circunstância e a cada país. Para tanto, a análise do perfil dos novos

influxos financeiros é essencial. Por fim, acredita-se que não apenas países emergentes devam adotar medidas de controle de capitais, mas os países centrais devem apoiar a adoção dessas medidas por parte das economias receptoras dos capitais.

Referências

- AKYUZ, Y.. *“Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust and how?”*, **South Center Paper**, March, 2011.
- ARIYOSHI, A. *et al.* “Capital controls: country experiences with their use and Liberalization”. **IMF Occasional Paper**, 190. Washington: International Monetary Fund, 2000.
- BATINI, N. e DOWLING.. “Interpreting Currency Movements During the Crisis: What’s the Role of Interest Rate Differentials?” **IMF Working Paper**, 11/14 Jan. 2011.
- BIBOW, J. "Permanent and selective capital account management regimes as an alternative to self-insurance strategies in emerging market economies", **Levy Economics Institute Working Paper no. 683**, September, 2011.
- BIS. **Quarterly Review**, June. Basle: BIS, 2003. Disponível em: <http://www.bis.org>
- _____. “Capital Flows and Emerging Economies”. **Committee on Global Financial System**. Basel, January, 2009.
- _____. “Capital Flows to Emerging Market Economies: a perspective on policy challenges”. **Speech by Mr Jaime Caruana, General Manager of the BIS, at the Forty-sixth SEACEN Governors' Conference**, Colombo, Sri Lanka, 24-26 February 2011. Disponível em: <http://www.bis.org/speeches/sp110307.htm>. Acesso em 15 de fevereiro de 2012.
- BORIO, C. ; DISYATAT, P. “Global imbalances and the financial crises: link or no link”. **BIS working paper** 346, 2010.
- BRICS POLICY CENTER. **Relatório da Cúpula de Sanya**. Agosto de 2011. BRICS Policy Center / Centro de Estudos e Pesquisa BRICS, 2011a.
- _____. **BRICS Monitor – A inclusão da África do Sul nos BRICS: uma perspectiva política**. Núcleo de Política Internacional e Agenda Multilateral. BRICS Policy Center / Centro de Estudos e Pesquisa BRICS, 2011b.
- CARVALHO, B.; GARCIA, M.. “Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties”. **NBER Working Paper**, 12283. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2006.
- EPSTEIN, G. A.; GRABEL, I.; JOMO, S. K.. “Capital Management techniques in developing countries”. In: EPSTEIN, G. A. **Capital flight and capital controls in developing countries**. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2005.
- FORBES, K. “[Capital controls](#)”. In: EATWELL, John; MILGATE, Murray; NEWMAN, Peter K. **The New Palgrave Dictionary of Economics**. 2nd ed., Forthcoming: Palgrave Macmillan, 2007. Disponível em: <<http://web.mit.edu/kjforbes/www/articles1.html>>.
- FRATZSCHER, M. “Capital Flows, Push Versus Pull Factors and the Global Financial Crisis”, **NBER Working Paper** 17357, 2011.
- FUNDAP. “Os Fluxos de Capitais para a Economia Brasileira em 2011”. **Boletim de Economia** (10), Dezembro, 2011.
- GRABEL, I. “Averting crisis? Assessing measures to manage financial integration in emerging economies”. **Cambridge Journal of Economics**, London, v. 27, n. 3, p.317-336, May. 2003.
- HABERMEIER, K.; KOKENYNE, A.; BABA, C. “The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows”. **IMF Staff Discussion Note**. 2011.
- IIF. (Vários números). **IIF Research Note: Capital Flows to Emerging Market Economies**. The Institute of International Finance. Disponível em: <<http://www.iif.com>>.
- IMF (Vários números). **World Economic Outlook**.. Washington, DC. Disponível em: <http://www.imf.org>>.

- _____. **Global Financial Stability Report: market developments and issues**. Washington, DC. IMF, March, 2003.
- _____. “Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows”. **IMF Public Information Notice (PIN)** No. 12/42. May, 2012.
- KOSE, M. A. *et al.* “Financial Globalization: A Reappraisal.” **IMF Working Paper** 06/189, August, 2006.
- KREGEL, J. “The global crisis and the Implications for Developing Countries and the BRICS”. **Public Policy Brief**, n. 102. The Levy Economics Institute of Bard College, 2009.
- MINSKY, H. P.. **Can “it” happen again? Essays on instability & finance**. Armonk; New York: M.E.Sharpe, 1982.
- _____. **Stabilizing and unstable economy**. New Haven: Yale University, 1986.
- MOHAMED, S. “The Impact of International Capital Flows on the South Africa Economy Since The End of Apartheid.” Fall 2006. Disponível em: http://www.policyinnovations.org/ideas/policy_library/data/01386/res/id=sa_File1/Mohamed_Capital_Flow.pdf
- OLIVEIRA, A. B. e VALLS PEREIRA, P. L.. “Mudanças de Regime e Persistência dos Choques sobre a Volatilidade para a Série de Preços do Petróleo: Uma Análise Comparativa da Família GARCH e Modelos com Mudança de Regime Markoviana – MSIH e SWARCH”. In: **Anais do 39º Encontro Nacional de Economia da ANPEC**. Foz do Iguaçu, 2011.
- PALMA, J. G. “De-industrialisation, premature de-industrialisation and the Dutch disease”. EATWELL, John; MILGATE, Murray; NEWMAN, Peter K. **The New Palgrave Dictionary of Economics**, 2nd ed. Forthcoming: Palgrave Macmillan, 2008.
- PAULA, L. F. R.; BARCELOS, F.. “Liberalização financeira, estabilidade macroeconômica e crescimento econômico nos países do BRIC”. **Revista de Economia Política**, v. 31, 2011 p. 699-724.
- PLIHON, D. “A ascensão das finanças especulativas”. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 5, n. 5, p. 61-78, dez. 1995.
- SHAH, A. e PATNAIK, I. “[India's Experience with Capital Flows: The Elusive Quest for a Sustainable Current Account Deficit](#)”. **NBER Working Papers** 11387, 2005.
- SOBEET. **World Investment Report 2012: Rumo a nova geração de políticas de investimento**. Sociedade brasileira de estudos de empresas transnacionais e da globalização econômica. São Paulo, Brasil.
- UNCTAD **World Investment Report: Transnational Corporations and Infrastructure Challenges**. New York and Genova, 2008.

Recebido em 18.07.2012

Aprovado em 14.12.2012

ANEXO 1 - Testes de estacionariedade: teste ADF (*Augmented Dickey-Fuller*)

Tabela I: Teste de Raiz Unitária para Subcontas financeiras do Brasil – 2000 a 2010

Variável	Defasagem	Constante	Tendência	t-ADF	t-probit
Investimento em Carteira	0	sim	sim	-3.841490	0.0237
Investimento Direto	1	sim	sim	-4.114853	0.0122
Derivativos	0	sim	sim	-4.280017	0.0078
Outros Investimentos	0	sim	sim	-5.229331	0.0006

Fonte: elaboração própria.

Tabela II: Teste de Raiz Unitária para Subcontas financeiras da China (Hong Kong) – 2000 a 2010

Variável	Defasagem	Constante	Tendência	t-ADF	t-probit
Investimento em Carteira	0	sim	sim	-8.268014	0.0000
Investimento Direto	0	sim	sim	-7.875031	0.0000
Derivativos	0	sim	sim	-10.24336	0.0000
Outros Investimentos	0	sim	sim	-7.054478	0.0000

Fonte: elaboração própria.

Tabela III: Teste de Raiz Unitária para Subcontas financeiras da Índia – 2000 a 2010

Variável	Defasagem	Constante	Tendência	t-ADF	t-probit
Investimento em Carteira	0	sim	sim	-4.462485	0.0048
Investimento Direto	0	sim	sim	-3.804173	0.0259
Derivativos	-	-	-	-	-
Outros Investimentos	0	sim	sim	-4.650564	0.0029

Fonte: elaboração própria.

Tabela IV: Teste de Raiz Unitária para Subcontas financeiras da Rússia – 2000 a 2010

Variável	Defasagem	Constante	Tendência	t-ADF	t-probit
Investimento em Carteira	0	sim	sim	-4.125163	0.0117
Investimento Direto	0	sim	sim	-7.177858	0.0000
Derivativos	0	sim	sim	-4.868612	0.0016
Outros Investimentos	0	sim	sim	-6.278179	0.0000

Fonte: elaboração própria.

Tabela V: Teste de Raiz Unitária para Subcontas financeiras da África do Sul – 2000 a 2010

Variável	Defasagem	Constante	Tendência	t-ADF	t-probit
Investimento em Carteira	0	sim	sim	-4.760630	0.0021
Investimento Direto	0	sim	sim	-6.034128	0.0001
Derivativos	-	-	-	-	-
Outros Investimentos	0	sim	sim	-6.069938	0.0000

Fonte: elaboração própria.

ANEXO 2 - Testes ARCH: heterocedasticidade condicional

Tabela VI: Teste ARCH para Subcontas financeiras do Brasil – 2000 a 2010

Variável	F-statistic	t-probit
Investimento em Carteira	6.246848	0.0165
Investimento Direto	42.04613	0.0000
Derivativos	4.452874	0.0410
Outros Investimentos	3688.959	0.0000

Fonte: elaboração própria.

Tabela VII: Teste ARCH para Subcontas financeiras da China (Hong Kong) – 2000 a 2010

Variável	F-statistic	t-probit
Investimento em Carteira	100.2567	0.0000
Investimento Direto	121452.5	0.0000
Derivativos	39.52695	0.0000
Outros Investimentos	640.2960	0.0000

Fonte: elaboração própria.

Tabela VIII: Teste ARCH para Subcontas financeiras da Índia – 2000 a 2010

Variável	F-statistic	t-probit
Investimento em Carteira	14.62467	0.0004
Investimento Direto	33.89904	0.0345
Derivativos	-	-
Outros Investimentos	43.55594	0.0000

Fonte: elaboração própria.

Tabela IX: Teste ARCH para Subcontas financeiras da Rússia – 2000 a 2010

Variável	F-statistic	t-probit
Investimento em Carteira	4.193784	0.0470
Investimento Direto	3938.465	0.0000
Derivativos	4.155990	0.0480
Outros Investimentos	1234.032	0.0000

Fonte: elaboração própria.

Tabela X: Teste ARCH para Subcontas financeiras da África do Sul – 2000 a 2010

Variável	F-statistic	t-probit
Investimento em Carteira	825.1906	0.0000
Investimento Direto	105.1531	0.0000
Derivativos	-	-
Outros Investimentos	1971.755	0.0000

Fonte: elaboração própria.

