

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

BRUNA PEREIRA DA SILVA

**IMPACTOS DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA NOS FLUXOS DE CAPITAIS
DOS PAÍSES EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO APÓS A CRISE
FINANCEIRA GLOBAL (2007-2009)**

Porto Alegre

2022

BRUNA PEREIRA DA SILVA

**IMPACTOS DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA NOS FLUXOS DE CAPITAIS
DOS PAÍSES EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO APÓS A CRISE
FINANCEIRA GLOBAL (2007-2009)**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Dr. André Moreira Cunha

Porto Alegre

2022

CIP - Catalogação na Publicação

Pereira da Silva, Bruna

Impactos da Globalização Financeira nos Fluxos de Capitais dos Países Emergentes e em Desenvolvimento após a Crise Financeira Global (2007-2009) / Bruna Pereira da Silva. -- 2022.

52 f.

Orientador: André Moreira Cunha.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas, Porto Alegre, BR-RS, 2022.

1. Globalização financeira. 2. Crise financeira global. 3. Países emergentes. I. Moreira Cunha, André, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

BRUNA PEREIRA DA SILVA

**IMPACTOS DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA NOS FLUXOS DE CAPITAIS
DOS PAÍSES EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO APÓS A CRISE
FINANCEIRA GLOBAL (2007-2009)**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2022.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. André Moreira Cunha – Orientador
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Leonel Toshio Clemente
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar aos meus pais, pelo apoio, dedicação, carinho, paciência, aprendizados e incentivo em todos os momentos, mesmo nos mais difíceis. Eles foram a minha rocha e nunca duvidaram do meu potencial, mesmo quando eu duvidei.

Agradeço ao meu irmão por todo o incentivo, ele é uma das minhas inspirações.

Aos meus amigos, obrigada pela compreensão por tantas vezes que não compareci a algo pois tinha uma prova para estudar ou um trabalho para fazer. Obrigada também pelo apoio, pelas risadas nos momentos difíceis e por trazerem tanta leveza a minha vida.

Agradeço aos meus colegas de curso, principalmente a Pâmela Terres e a Juliana Assumpção, por toda ajuda, amizade e por deixarem essa experiência da graduação ainda mais especial. Sem vocês os intervalos entre aulas eram sem graça, da UFRGS para a vida!

Meus sinceros agradecimentos aos professores pelo ensino, pelo exemplo, pela inspiração por aprender mais, pelo empenho em fazer os alunos enxergar além e por me ensinarem a amar ainda mais a ciência econômica.

Meu muito obrigada ao meu orientador Prof. Dr. André Cunha, pelas aulas maravilhosas que me deixaram ainda mais encantada pelo curso, por ser tão humano e empático especialmente nesse momento de pandemia e por ter orientado meu trabalho.

Agradeço também a Deus e a mim, por não ter desistido mesmo frente a todos os obstáculos que uma aluna de escola pública e com família de origem humilde têm.

“Shoot for the moon. Even if you miss, you'll land among the stars”

Norman Vincent Peale

RESUMO

A Crise financeira global de 2007 trouxe à tona o debate sobre o nível de vulnerabilidade a qual as economias estão expostas por estarem integradas financeiramente devido a globalização financeira. Esse tema é ainda mais sensível quando analisamos o nível de instabilidade dos países emergentes e em desenvolvimento assim como o seu crescimento e desenvolvimento econômico nas últimas décadas. O objetivo desse trabalho é analisar os efeitos da interpenetração dos fluxos de capitais globais nos países emergentes após a grande crise de 2007 e avaliar os ganhos e perdas que a globalização financeira trouxe para esse grupo de países. Como ponto de partida, será apresentado referencial teórico de Hyman Minsky sobre a instabilidade financeira das economias e suas possíveis causas. Em seguida será apresentado o contexto histórico e os principais conceitos sobre a globalização financeira. Por fim, serão analisados os fluxos de capitais nos países emergentes e em desenvolvimento assim como os fatores determinantes e a possível tendência a diminuição dos níveis de globalização financeira.

Palavras-chave: Globalização financeira; Crise financeira global; Países emergentes; Crescimento econômico; Integração financeira, desaceleração econômica.

ABSTRACT

The 2007 global financial crisis brought to light the debate about the level of vulnerability that economies are exposed to because they are financially integrated due to financial globalization. This issue is even more sensitive when we analyze the level of instability in emerging and developing countries, as well as their economic growth and development in recent decades. The objective of this work is to analyze the effects of the interpenetration of global capital flows in emerging countries after the great crisis of 2007 and to evaluate the gains and losses that financial globalization has brought to this group of countries. As a starting point, Hyman Minsky's theoretical framework will be presented on the financial instability of economies and its possible causes. Then, the historical context, the main concepts and positive and negative views on financial globalization will be presented. Finally, capital flows in emerging and developing countries will be analyzed, as well as the determining factors and the possible tendency to decrease the levels of financial globalization.

Keywords: Financial globalization; Global financial crisis; Emerging countries; Economic growth; Financial integration, economic slowdown.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Taxa básica de Juros dos EUA, 1950-2020 (% a.a.).....	17
Gráfico 2 - Índice de abertura comercial, 1950 – 2017 (% do PIB).....	20
Gráfico 3 - Crescimento do PIB Per Capita (% média a.a)	32
Gráfico 4 - Crescimento do PIB (% média a.a).....	34
Gráfico 5 - Participação dos principais tipos de ativos financeiros na Conta Financeira dos Países Emergentes e em Desenvolvimento entre 1997-2021 (média em US\$).....	36
Gráfico 6 - Participação dos principais tipos de ativos financeiros na Conta Financeira dos Países Emergentes e em Desenvolvimento entre 1997-2021 (média bruta a.a com proporção do total em %)	37
Gráfico 7 - Conta Financeira dos Países Emergentes e em Desenvolvimento entre 1997-2021 (US\$ e % do PIB)	38
Gráfico 8 - Globalização do Comércio entre 1961-2017 (% do PIB)	40

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Classificação dos países emergentes e em desenvolvimento por subgrupo 50

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 A TEORIA DE HYMAN MINSKY E A CRISES FINANCEIRA DE 2007-2009	13
2.1 A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA	14
2.2 CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2007	17
3 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA	19
3.1 LIBERALIZAÇÃO E INTEGRAÇÃO FINANCEIRA: CONCEITOS E MENSURAÇÃO	22
3.1.1 Formas de Mensuração	24
3.2 PROMESSAS DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	27
3.3 PROBLEMAS DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	30
4 FLUXOS DE CAPITAIS INTERNACIONAIS NOS PAÍSES EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO	31
4.1 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E CRESCIMENTO ECONÔMICO: FATORES QUE DETERMINAM OS FLUXOS DE CAPITAIS PARA OS MERCADOS EMERGENTES...	31
4.2 TENDÊNCIA A SLOWBALISATION	39
5 CONCLUSÃO	41
REFERÊNCIAS	42
ANEXO A - CLASSIFICAÇÃO DOS PAÍSES EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO	50

1 INTRODUÇÃO

Na década de 1980, a influência das ideias pró-Globalização Financeira se intensificou e medidas concretas para que mais países liberalizassem suas finanças começaram a emergir. Neste contexto, ampliou-se a pressão exercida pelo Fundo Monetário Internacional (FMI, de agora em diante) e dos países de alta renda, principalmente os Estados Unidos, para que os países emergentes e em desenvolvimento (PEDs) desregulassem suas economias e se integrassem financeiramente aos capitais internacionais.

Antes da Crise Financeira Global (CFG, 2007-2009), muitas das ideias do *mainstream* da Economia convergiam para a analogia de que a Globalização Financeira poderia ser vista como uma corrente, cujos elos mais fracos estavam na periferia. Assim, o elo forte seriam os países de alta renda enquanto o elo fraco seria composto pelos PEDs. Isto porque, apesar de fazerem parte do ambiente financeiro internacional, aqueles países não possuíam políticas macroeconômicas fortes ou instituições sólidas. Dessa forma, o FMI assumiu a posição de continuamente monitorar esses países e os induzir a fazer políticas mais sólidas assim como induzir o fortalecimento de suas instituições (FMI, 2012).

O advento da CFG foi marcante em múltiplas dimensões. Por um lado, foi a mais profunda e disseminada crise financeira desde a Grande Depressão; por outro lado, teve origem e foi mais contundente nos países de alta renda que, supostamente, teriam os fundamentos macroeconômicos e institucionais mais sólidos e, por isso mesmo, de referência para os PEDs. Adicionalmente, a crise não foi considerada como provável pela maioria dos economistas que atuam na academia, nos mercados financeiros e nas instituições oficiais. Além de uma ruptura nos mercados financeiros, tal evento revelou os limites da sabedoria econômica convencional derivados da teoria macroeconômica predominante.

Nestes marcos, o *mainstream* da Economia foi forçado a reconhecer várias de suas limitações, incorporando elementos previamente destacados pelas tradições teóricas críticas e que reconhecem o caráter intrinsecamente instável das economias de mercado (FMI, 2012). Assim, por exemplo, foi dada ênfase à percepção de que há uma natureza cíclica no funcionamento dos mercados financeiros, a qual afeta de forma particularmente intensa os países emergentes. Por decorrência, a assim-chamada “visão institucional” do FMI passa a trabalhar com a hipótese de que os fluxos de capitais não necessariamente geram benefícios líquidos para as economias receptoras. A probabilidade da eclosão de crises que se originam na dinâmica cíclica dos fluxos de capitais, e não nos fundamentos das economias receptoras,

revela uma visão mais pragmática. Portanto, deriva-se a possibilidade de aplicar políticas mais robustas de proteção dos países - principalmente na questão macro prudencial, olhando para características financeiras e fluxos financeiros, sendo essa atualmente a fronteira do debate.

A partir desse contexto, o objetivo principal deste trabalho é analisar quais os impactos da Globalização Financeira nos fluxos de capitais dos países emergentes e em desenvolvimento após a crise financeira global de 2007-2009. Portanto, a pesquisa irá analisar como se comportaram os fluxos de capitais nos países emergentes e em desenvolvimento. Parte-se da hipótese de que a composição dos fluxos de capitais é tão importante quanto a seu volume, pois aquela pode afetar o nível de vulnerabilidade dos países às crises financeiras. Estas, por sua vez, estão associadas à ampliação na desigualdade da distribuição da renda.

A importância do tema explorado nesse estudo está na busca de se melhor compreender os impactos da abertura financeira dos países emergentes e em desenvolvimento. Para tanto, enfatiza-se a análise dos efeitos da Globalização Financeira a partir da CFG tendo por referência teórica as ideias de Hyman Minsky (1991 e 2010). Para alcançar o objetivo, será realizada uma análise de indicadores que expresse o nível de atividades, o desempenho macroeconômico e o comércio internacional. A análise será com enfoque nos países emergentes e em desenvolvimento seguindo o referencial utilizado pelo FMI no World Economic Outlook de 2021, que pode ser consultado no anexo A do presente trabalho.

Além da introdução e da conclusão, o trabalho será dividido em três capítulos. No capítulo 2 será feita uma revisão da teoria de Hyman Minsky com foco na hipótese da instabilidade financeira com um paralelo à Crise Financeira Global de 2007-2009 (CFG, de agora em diante). O terceiro capítulo abordará o fenômeno da Globalização Financeira, seus conceitos, métodos de mensuração, promessas e resultados. No último capítulo será feita uma comparação de indicadores, uma análise dos fluxos de capitais nos PEDs, a partir da Globalização Financeira e seus efeitos após CFG sobre esse grupo de países além da discussão sobre a tendência ao *Slowbalisation*.

2 A TEORIA DE HYMAN MINSKY E AS CRISES FINANCEIRAS DE 2007-2009

Hyman Minsky teve sua obra revisitada por vários economistas após a eclosão da CFG a fim de obter-se entendimento sobre as flutuações no ciclo econômico. As teorias de Minsky são consideradas por diversos autores como DAZIEL (1999) e DYMSKI (1998 e 2004), como uma das mais importantes contribuições no estudo que tange a teoria monetária e financeira.

Dessa forma:

[...] a contribuição de Minsky e demais pesquisadores na abordagem histórico-institucional, alicerçada em suas perspectivas fundamentais, fornece singular método de análise da dinâmica do sistema capitalista, na medida em que incorpora em seu tratamento: (a) a fragilidade financeira/instabilidade financeira no contexto das economias fechadas e abertas; (b) a mudança do marco histórico e institucional do sistema financeiro das economias; (c) a questão — apesar de inconclusa — do tipo de trajetória dinâmica concernente à modelagem da instabilidade financeira das economias contemporâneas. (BAHRY e GABRIEL 2008, p. 29)

A Hipótese da Instabilidade Financeira, teoria mais conhecida de Minsky, é um aprofundamento de alguns pontos da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda de John M. Keynes (1936/2010). Assim como Keynes, Minsky (2010) defendia o papel do Estado na condução de políticas anticíclicas e na redução dos efeitos das crises na economia como um todo. Além disso, aponta que a dinâmica entre Investimento e Poupança pode dar origem a ciclos econômicos.

As contribuições de Minsky foram resgatadas para explicar a crise econômica mundial de 2007 motivada pelo estouro das bolhas de hipotecas *subprime* dos EUA, como veremos adiante. Segundo Wray (2011):

Minsky formulou uma teoria que busca explicar a instabilidade financeira com base na maneira que as famílias, as firmas e o governo financiam as suas atividades. Cada agente econômico possui uma fonte de renda (salário, lucro ou impostos) e, além dessa, também pode incorrer em empréstimos para arcar com seus gastos. O volume de financiamentos feitos na economia depende, entre outros fatores, da trajetória de expectativas que os agentes possuem sobre os retornos de seus investimentos e da taxa de juros. Caso os agentes tenham expectativas favoráveis sobre o futuro da economia, os incentivos para realizar empréstimos crescem a cada período, aumentando a instabilidade do sistema (apud GODZIENSKI, 2017, p.13).

Assim, veremos na próxima seção como Minsky inclui as expectativas dos agentes na hipótese da instabilidade financeira assim como os possíveis cenários.

2.1 A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

A hipótese da instabilidade financeira de Minsky, consiste na ideia de que as crises financeiras são endêmicas no capitalismo porque os períodos de prosperidade econômica encorajam os tomadores de empréstimos e os credores a serem progressivamente imprudentes. Esse excesso de otimismo cria bolhas financeiras que, conseqüentemente, se rompem, portanto, o capitalismo é propenso a passar de períodos de estabilidade financeira para instabilidade, este seria um tipo de falha de mercado e precisa de regulamentação governamental. Segundo Minsky, “[...] capitalist economies are inherently unstable because financial systems are inherently unstable” (KNOOP, 2010, p. 114).

Godzienski afirmou que:

[...] a capacidade de pagamento dos devedores depende dos seus respectivos passivos e fluxos de caixa, e são essas variáveis utilizadas por Minsky para definir três possíveis categorias de agentes econômicos: hedge, especulativa e Ponzi. Cada uma representa um comportamento diferente na relação entre suas fontes de renda e as dívidas a serem pagas (as quais incluem os juros e o principal devido), e é a proporção das categorias na economia que define o seu nível de estabilidade. Porém, apesar de as famílias e o governo serem considerados nessa análise, Minsky (2010) ressalta que a influência desses no ciclo econômico não é tão grande quanto à das firmas (*apud* GODZIENSKI, 2017, p.12).

Por decorrência, bolhas especulativas surgem no sistema financeiro, enquanto antes a maioria dos tomadores de crédito eram tomadores de hedge, ou seja, eles podiam pagar o principal e os juros de seus empréstimos com os lucros que obtiveram progressivamente, entretanto mais e mais tomadores de crédito se tornaram especulativos ou tomadores de crédito “Ponzi”.

É aqui que só há a possibilidade de pagamento através de lucros os juros do empréstimo, é caso em que há a necessidade de vender seus ativos para arrecadar dinheiro para pagar as dívidas. O problema é que isso pode arrastar todo o sistema quando emergem tomadores de crédito especulativos e *Ponzi*, o montante da dívida no sistema dispara até chegar ao ponto de pode ser reembolsado e que alguém tem que pagar o preço dessa insolvência sistêmica. Tomadores de crédito especulativos e *Ponzi*, os *defaults*, apertam o controle sobre o crédito e isso leva a economia à recessão. Assim:

A instabilidade de um regime financeiro fortemente sobrecarregado com finanças especulativas e Ponzi se deve ao impacto das alterações nas taxas de juro que ocorrem na medida em que o *boom* de investimento se desenvolve. Como os mercados financeiros e de produtos reagem às oportunidades de lucro durante um boom de investimento, a demanda por financiamento aumenta as taxas de juro. Conseqüentemente, a margem entre o valor presente dos ativos e o preço dos bens

de investimento declina. Se isto se sustentar por tempo suficiente ocorrerá uma reversão no valor presente: ou seja, o valor dos ativos de capital cairá abaixo do preço de oferta de bens de investimento. O aumento nas taxas de juro diminui ou elimina as margens de segurança que tornam o financiamento do investimento possível. Isto tende a forçar unidades a diminuir seus investimentos ou vender posições. Sempre que a necessidade de se tentar estabelecer posição pela venda de posições prevalece, o nível de preço dos ativos de capital e de instrumentos financeiros cai, de modo que os preços dos ativos de capital reduzem relativamente aos custos de produção dos bens de investimento. Um profundo declínio nos preços dos ativos é o que ocorre nas quebras na bolsa de valores. Quedas instáveis dos preços de ativos podem levar a uma espiral declinante de investimentos, de lucros e de preços de ativos. (MINSKY, 2010, p.297)

A fim de aprofundar as questões da instabilidade, fragilidade e crises, Minsky apresenta três cenários de uma economia capitalista. O cenário 1 representa uma economia robusta, onde a maior parte das suas unidades estão protegidas, e, portanto, tem a característica de possuir altas margens de segurança e com isso há oportunidades de lucro através de financiamento do longo prazo com dívidas do curto prazo. $P_k > P_i$ e taxas de curto prazo são menores que taxas de longo prazo. Essa postura protegida pode e vai se encaminhar para o cenário de fragilização e depois instabilidade. O cenário 2 representa o estágio de fragilização da economia, a postura especulativa começa a ser dominante. Investidores e seus financiadores se endividam no curto prazo objetivando oportunidades de lucro. No cenário 3, Minsky afirma que a economia passa pelo estágio da instabilidade. Há a dominância de posturas especulativas e Ponzi, as margens de segurança estão baixas e a economia está altamente frágil. P_i sobe e P_k cai enquanto as taxas de juros tendem a subir. O nível de investimentos cai, lucros caem e preços dos ativos cai o que leva a uma crise generalizada.

Assim, quando há unidades protegidas na sua maior parte em uma economia, essas unidades estão gerando fluxo de caixa superiores as necessidades contratuais dos fluxos de pagamentos. Isso faz com que seu preço de demanda seja superior ao preço de oferta o que reforça as perspectivas positivas da economia e aí há alavancagem dessas unidades protegidas de forma que elas aumentem seus investimentos. Paulatinamente vão se tornando mais especulativas, elas investem, elas reduzem a margem de segurança, ampliam a proporção de financiamento externo em relação ao seu financiamento interno de modo que elas se tornam unidades mais especulativas/fragilizadas e eventualmente dependendo da frustração ou não do fluxo de caixa ou de mudanças no sistema financeiro (como taxa de juros, cláusulas financeiras) que transformam essa economia em instável, potencialmente levando uma crise.

O conceito fundamental da Teoria da Instabilidade Financeira é que “a composição de finanças protegidas, especulativas e Ponzi numa economia é um dos principais determinantes de sua estabilidade” (MINSKY, 2010, pg.290). Sendo assim, nossa economia é

instável por causa das finanças capitalistas. Se uma combinação particular de posições financeiras protegidas especulativas e de financiamento externo e interno do investimento prevalece por um período, então existem, interna a economia, incentivos para mudar a combinação. Qualquer tranquilidade transitória é transformada em uma expansão na qual as posições financeiras especulativas e o financiamento externo do investimento crescem. Um *boom* que corrói a liquidez das unidades e aumenta relação dívida patrimônio para instituições financeiras se seguem. Margens de segurança são erodidas uma vez que o sucesso leva a crença de que as margens anteriores - e mesmo as atuais - eram exageradas. A tendência para as finanças especulativas e para o financiamento externo do investimento são eles mesmos resultados de estruturas institucionais e expectativas relacionadas a política econômica. É possível que com outra organização institucional e com outros sistemas políticos a suscetibilidade de nossa economia a crises financeiras possa ser menor do que é atualmente. Para garantir o nível de investimento da economia, Minsky sugere que o governo tenha uma participação que varie entre 20% e 50% do PIB (informação verbal)¹.

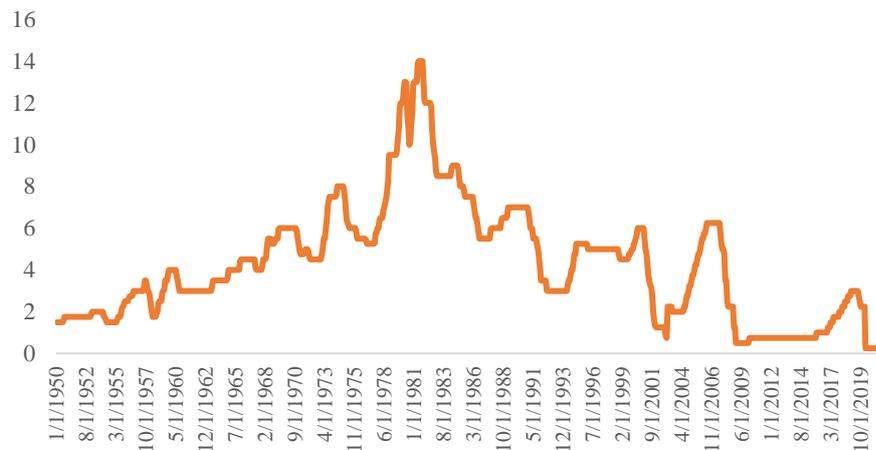
Entretanto a hipótese de instabilidade financeira possui algumas limitações, pois a regulação governamental dos mercados financeiros pode ser difícil na prática devido as empresas financeiras criarem maneiras de evitar essa regulamentação, a exuberância irracional que inclusive pode atingir os reguladores também e não há consenso que a instabilidade financeira é a única causa da crise de 2008.

¹ 1 Informação fornecida pelo Prof. Dr. Fabiano Aduino Silveira, na vídeo aula "Instabilidade Financeira de Minsky" da disciplina de Economia Monetária e Financeira da UFPR, em Curitiba, em março de 2020.

2.2 CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2007-2009

No início dos anos 2000, a taxa básica de juros estadunidense encontrava-se a níveis muito baixos, o que motivou o crédito barato e, portanto, a ampliação no consumo das empresas e famílias. Neste último caso, com particular ênfase em imóveis.

Gráfico 1: Taxa básica de Juros dos EUA, 1950-2020 (% a.a.)



Fonte: Federal Reserve Economic Data (2022)

Nesse período, o mercado imobiliário americano estava bastante aquecido, o preço médio de uma residência nos EUA chegou a subir 124% entre 1997 e 2006 (The Economist, 2007). Nesse cenário de barateamento do crédito mais a confiança nas hipotecas como investimento seguro e rentável, houve um aumento exponencial da especulação imobiliária. Essa facilidade de acesso ao crédito possibilitou que investidores de maior grau de risco pudessem contrair empréstimos e hipotecas, ao mesmo tempo que os derivativos de hipotecas também eram muito lucrativos para os bancos, causando assim um incentivo a esse comportamento (Estadão, 2021).

Em pouco tempo, expandiu-se o mercado de MBS (*mortgage-backed securities*), que são ativos lastreados em hipotecas, particularmente as do segmento *subprime*, de financiamentos imobiliários de alto risco. O fato desse segmento de alto risco ter tido uma expansão intensa, nos marcos da intensa desregulamentação financeira observada nos anos anteriores, criou opacidade nos mercados. Na época, a legislação reguladora específica se baseava na premissa da autorregulação dos mercados o que cooperou para que a crise

eclodisse, ao ponto do tradicional banco Lehman Brothers declarasse falência em 2008 e a recessão atingisse não apenas os Estados Unidos, mas o mundo inteiro devido a globalização financeira (FMI, 2012).

A teoria de Minsky parece se encaixar particularmente bem na CFG do final dos anos 2000. Os consumidores viram os preços dos imóveis subirem ano após ano e isso levou a um incentivo mais agressivo para a contratação de empréstimos que só poderiam ser pagos pela valorização do preço dos imóveis. O credor também se tornou mais agressivo em empréstimos de risco - não apenas hipotecas subprime, mas também empréstimos a outras empresas. Quando as pessoas começaram a deixar de pagar seus pagamentos, os empréstimos foram transferidos e o que antes era visto como uma grande oportunidade de lucro extraordinário passou a ser visto como um péssimo negócio.

Conforme sintetizado abaixo:

[...] na concepção minskyana, a economia passa por períodos de tranquilidade, os quais são rompidos por *booms* de investimento, aceleração inflacionária, crises monetárias e financeiras e deflações de dívidas. A instabilidade emerge quando um período de crescimento relativamente tranquilo é transformado em *boom* especulativo. O *boom* especulativo tende a ser seguido pelo pânico, deflações de dívidas, depressões profundas e, na sequência, pela recuperação
BAHRY; GABRIEL (2008, p. 39).

Mediante o exposto, é possível identificar similaridades nos eventos que desencadearam a Crise Financeira Global com as ideias que Minsky defendia há anos. Suas ideias sobre a composição das finanças e o quanto isso afeta a estabilidade em uma economia é bastante interessante quando coloca-se no prisma da Globalização Financeira e o incentivo à abertura das economias aos fluxos de capitais internacionais ao qual desencadeará debates sobre suas promessas e problemas, como será abordado no próximo capítulo.

3 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

A Globalização Financeira é a dimensão financeira do processo de Globalização, e é um fenômeno que teve início nos anos 1980 e ocorre até os dias atuais. A Globalização implicou numa maior interpenetração dos fluxos comerciais e financeiros além do movimento de pessoas e de informações. No ponto de vista analítico e de mensuração, a Globalização financeira compreende dois fenômenos correlatos, mas não necessariamente simultâneos sendo eles a Integração financeira e Liberalização financeira (esta última pode ser externa ou interna). É importante ter clareza que a Globalização Financeira e a Integração Financeira são conceitos diferentes:

Financial globalization is an aggregate concept that refers to rising global linkages through cross-border financial flows. Financial integration refers to an individual country's linkages to international capital markets. Clearly, these concepts are closely related. For instance, increasing financial globalization is perforce associated with rising financial integration on average. (KOSE. M.A. *et al.*,2003. Pg. 7)

A integração financeira trata da constituição efetiva de ativos e passivos entre residentes e não residentes, assim, famílias e empresas de um determinado país conseguem captar recursos no exterior e adquirir ativos assim como os não-residentes podem fazer o mesmo no país estrangeiro. A integração financeira ficou mais viável devido ao barateamento dos custos de transação por causa progresso tecnológico. Quanto ao conceito de liberalização financeira, trata-se de um processo regulatório preexistente, determinado pelo Estado e influencia diretamente o nível de preços e a taxa de juros. Os economistas divergem sobre os níveis de integração e liberalização “saudáveis” para o crescimento econômico sustentado, um debate antigo conforme mostra a história econômica.

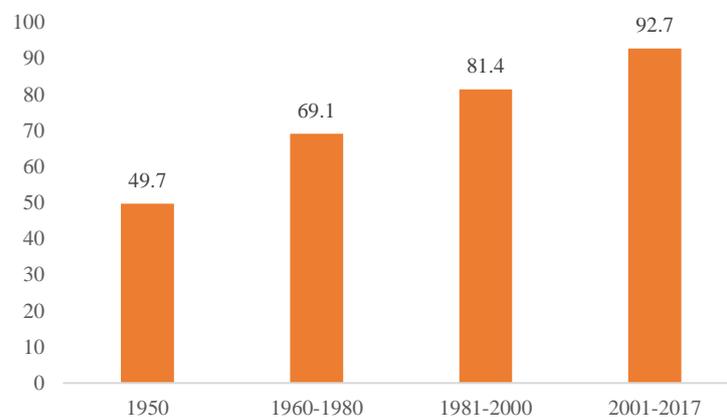
Haveria cinco processos que levaram a esta globalização financeira:

(i) consolidação da ruptura do pacto político do pós-guerra entre capital e trabalho, caracterizado pelo aumento permanente da taxa de salários, manutenção da participação dos salários na renda nacional, e construção do estado de bem-estar social, em favor da reconcentração da renda em favor do capital, particularmente do segmento financeiro; (ii) liberalização e desregulamentação dos mercados, cujo ordenamento passa a ser encargo, tanto quanto possível, da “mão invisível”; (iii) crescente aprofundamento da interpenetração das relações econômicas em escala global, ou seja, de “globalização”; (iv) progressiva financeirização da riqueza, com o aumento da relação ativos financeiros/PIB e da relação encargos financeiros/lucros; (v) hegemonia ideológica e objetiva do capital financeiro, que passa a comandar a política econômica. (GONTIJO; OLIVEIRA, 2009, p.10)

A economia internacional bastante integrada e movida por políticas expansionistas caracterizada por inovações tecnológicas e ganhos de produtividade, fenômeno com especificidade histórica marcante, coincide com a emergência da Revolução Industrial na Europa e se espalhou para o resto do mundo. É um processo não linear e gradual pois há níveis de integração.

Há diversas dinâmicas de Globalização ao longo do tempo e distintos níveis de integração conforme o gráfico do *Our World In Data* sobre o índice de abertura comercial que compreende o período de 1870 até 2017.

Gráfico 2: Índice de Abertura Comercial da Economia Global, 1950 – 2017 (% do PIB)



Fonte: Our World in Data (2019); elaboração própria.

No gráfico 2 é possível ver a abertura comercial da economia global ao longo de diferentes períodos históricos: expansão da integração comercial na segunda metade do século XIX (1870-1914), retração no entre Guerras (1914-1945), retomada pós Segunda Guerra Mundial (1945-1980), um período marcado por políticas econômicas liberais (1980-2008), o auge antes da crise financeira de 2007 (2007-2017) e pós crise de 2008 onde mostra que o nível de integração comercial reduziu. Alguns economistas acreditam numa redução no ritmo de globalização (*Slowbalization*) ou até numa desglobalização, como veremos adiante no capítulo 3².

O debate sobre a Globalização Financeira (GF) ganhou força nos últimos anos devido à Crise Financeira Global (CFG) de 2008. Até a CFG, o pensamento econômico hegemônico

² Informação depreendida através do Prof. Dr. André Cunha, na vídeo aula “Globalização Financeira” da disciplina de Finanças Internacionais do PPG UFRGS, em Porto Alegre, em julho de 2021.

era que a GF deveria intensificar-se pois seria um instrumento de aceleração do crescimento econômico e redução da pobreza (MISHKIN, 2006). Portanto, o *Mainstream* incentivava o aprofundamento da Globalização Financeira pois acreditava-se que todos ganhariam com essa dinâmica. Assim, ainda haveria a possibilidade de crises ocorrerem, mas acreditava-se que numa tendência de queda caso os países buscassem copiar as políticas macroeconômicas das instituições dos países desenvolvidos em questões como padrões contábeis, regulatórios e de proteção aos investidores (WOLF, 2005).

Nos anos 2000 o *mainstream* da economia fez uma divisão sobre os dois possíveis impactos da Globalização Financeira em países em desenvolvimento: o primeiro chamado de “visão tradicional” via a GF como uma boa estratégia de aceleração do crescimento econômico e redução da volatilidade do consumo ao trazer mais capital para ser investido, mais eficiência tanto na alocação do capital internacional quanto no risco compartilhado. A outra perspectiva chamada de “visão diferente” dizia que canais adicionais, associados a melhoria do ambiente institucional macroeconômico, poderiam garantir o aumento da eficiência do Produto Interno Bruto (PIB) e reduzir a volatilidade do consumo, mas apenas a partir de certo patamar de desenvolvimento institucional. Segundo essas perspectivas, alguns países não têm crescimento econômico sustentável mesmo se integrando (países em desenvolvimento) porque não tem um desenvolvimento institucional adequado, como Banco Central independente, proteção as empresas, políticas efetivas de combate à corrupção etc.

Os estudos até a CFG reconhecem a instabilidade e risco das crises, mas apontam que as causas seriam devido a necessidade de que os países emergentes e em desenvolvimento persigam as melhorias recomendadas, ainda que o risco das crises não é eliminado, mas apenas diluído. Com relação às promessas da globalização, Michel Camdessus diretor-gerente do FMI entre 1987 e 2000, diz:

Our globalized world economy has opened up new opportunities and increased the scope for economic progress in the world. Globalization is something we must embrace. But it has also brought increased risks, and increased the importance of vigilance and discipline in economic policies, of strengthened adjustment and reform efforts, and of active international economic cooperation. The IMF is well aware of its increased responsibilities on this environment, and you can count on the Fund to make every effort to fulfill them. (CAMDESSUS, M. Prospects and Challenges in our Globalized World Economy, IMF No 95/6, April, 1995)

Assim, essa ideia vigorou fortemente e um dos exemplos disso é que o FMI desenvolveu suas ações para o estímulo da liberalização financeira ao exigir dos países

membros a liberalização plena da conta capital e financeira, principalmente no período da gestão de Michel Camdessus.

3.1 LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E INTEGRAÇÃO FINANCEIRA: CONCEITOS E MENSURAÇÃO

O termo “liberalização” carrega em si uma premissa conceitual de que anteriormente havia uma regulamentação ou controle financeiro. Os mercados financeiros eram bastante livres no mundo em expansão e internacionalização no final do século XIX e início do século XX. Depois da ruptura da ordem liberal, duas Guerras Mundiais e crise de 1929, vigorou a ideia de manter rígidos os controles domésticos sobre os mercados financeiros e os fluxos de capitais principalmente através da regulamentação dos Bancos Centrais na segmentação de mercado e controle sobre taxas de juros. Essa passa a ser a política do *mainstream*. A liberdade plena para os atores financeiros no plano doméstico e internacional era percebida como algo negativo pelos agentes tomadores de decisão e, portanto, haveria a necessidade de controlar. A prioridade era o crescimento da economia, emprego, estabilidade e não a liberdade plena, tanto no plano doméstico, quanto no plano internacional. (OBSTFELD, M., TAYLOR, A. M., 2002)

A partir dos anos 1970 começa um movimento contrário para a liberalização financeira interna e externa. Para melhor compreensão desse movimento, há a necessidade de resgatar o conceito de intermediação financeira. A intermediação financeira serve para viabilizar pagamentos no plano doméstico e internacional, principalmente com o avanço da tecnologia que hoje apresenta uma infraestrutura tecnológica, legal e segura. A intermediação financeira facilita a tomada crédito também ao disponibilizar a poupança das famílias, viabilizar o circuito *finance-funding* (KEYNES, 1930) que significa a viabilização da decisão de gastos dos agentes econômicos adiantando o poder de compra por meio do sistema de crédito. De alguma forma isso vincula tomadores de recursos á agentes que emprestam. Assim, a intermediação financeira, tanto para pessoas físicas quanto para empresas, faz a fixação de preços de ativos financeiros e não financeiros, avaliação dos ativos, arbitragem, levantamento de fundos, viabilização de operações comerciais, investimento e gerenciamento de riscos.

Em economias fechadas, a intermediação financeira tem um circuito financeiro restrito à emissão e aquisição de ativos nacionais. Em economias abertas, ativos e passivos constituem- se a partir de relações com o resto do mundo. Nessas economias há a dinâmica

financeira macroeconômica alterada, o movimento dos preços financeiros (taxa de juros, taxa de câmbio) afetam muito o desempenho macroeconômico o que leva a assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional – SMFI. No âmbito da intermediação financeira com as contas externas, de um lado uma empresa ao se financiar, capta recursos junto ao mercado tanto internamente quanto externamente (KRUGMAN, P., OBSTFELD, M., MELITZ, M. J., 2015). Os ativos registram direitos de propriedade como caixa, estoques, investimentos e imobilizado. Enquanto os passivos registram os compromissos em geral da empresa como dívidas, empréstimos bancários, títulos e capital. Quando os recursos captados são estrangeiros, há o registro no Balanço de Pagamentos. No caso de estoques, caso as empresas decidam ter ativos ou passivos estrangeiros haverá impacto na Posição Internacional de Investimentos.

Portanto, como mencionado anteriormente, a Liberalização Financeira (LF) é o processo regulatório preexistente determinado pelo Estado e influencia diretamente o nível de preços e a taxa de juros. Compreende uma dimensão jurídica e refere-se à remoção de controles de movimentos de capitais (KOSE *et al.*, 2003).

A liberalização é dividida em interna e externa sendo que a primeira se refere quando entes reguladores ou Banco Central passam a dar mais liberdade aos intermediários financeiros para montar seus produtos financeiros, escolher seus preços, entre outros. Não significa ausência de regulação, mas outras formas de regulação. A liberalização externa, é conhecida como *Integração de jure*, em referência aos aspectos legais observados nas legislações dos países. Assim, a liberalização externa consiste em os agentes residentes de um país ter liberdade de adquirir ativos e passivos fora do país assim como não residentes possam adquirir ativos e passivos em um país diferente de onde residem.

A Integração Financeira (IF) representa a constituição efetiva de ativos e passivos entre residentes e não residentes. Ocorre quando empresas e famílias de um determinado país conseguem fazer operações no exterior – assim como não residentes podem fazer o mesmo no país - sendo as principais: captação de recursos (passivos ou obrigações) através de empréstimos bancários, emissão de dívidas e aporte de capital. Outra forma é quando se tornam credores ao adquirir ativos como ações e títulos. É importante destacar que os agentes econômicos usam desses mecanismos de recursos de terceiros (com capital, dívida, bancos, emissão de títulos) no mercado interno ou externo para se financiar quando por falta de recursos ou devido ao custo de oportunidade optam por não usar recursos próprios. Como

dito, devido o progresso tecnológico que contribuiu para que os custos de transação fossem barateados, a integração financeira ficou cada vez mais viável.

Há países que possuem controles de capitais em algum grau, mas grandes fluxos de capitais (portanto, grande integração financeira). A Liberalização financeira é um pressuposto da integração financeira, portanto trata-se de uma condição necessária, porém não suficiente (HANNAN, 2018).

É importante destacar que tanto a liberalização quanto a integração financeira possuem graus de abertura muito além da classificação dicotômica “totalmente aberta” ou “totalmente fechada”. Portanto, a Globalização Financeira é composta pela Liberalização financeira externa adicionalmente a integração financeira.

Para medir o grau de liberalização financeira, deve-se observar as medidas de legislação para construir índices de liberalização financeira externa, conhecido como medidas “de jure”. Para medir a integração de uma economia no ponto de vista financeiro com relação aos mercados internacionais, deve-se observar os fluxos de capitais, estoques de capitais ou os preços (estes movimentam-se mais ou menos em conjunto), conhecido como medidas “de facto”. Fluxos e estoques de capitais possuem medidas que podem ser análogas aos dos indicadores de integração comercial, como o índice de abertura comercial que se trata da soma em módulo de Exportações e Importações dividindo pelo PIB. Esse índice traz uma comparação ao longo do tempo para saber se o país está mais ou menos integrado financeiramente.

As medidas de preços são utilizadas através da observação dos movimentos conjuntos de preços (condições de paridade e correlações). Assim, diferenciais de preços entre economias, como os custos de transação, são explorados por estratégia de arbitragem e tendem a se anular quando há livre mobilidade de capitais. Outras formas de medição são as condições de paridade de juros e a hipótese de Fisher, são formas indiretas de verificar se o ambiente daquela economia de fato tem livre mobilidade de capitais. São períodos em que supostamente há maior integração ou mobilidade de capitais, diferenciais menores do que em período em que os controles de capitais são mais intensos (OBSTFELD; TAYLOR, 2002).

3.1.1 Formas de Mensuração

Os dados utilizados para a mensuração dos capitais internacionais através de estoques provêm de Balanços dos Bancos, informações oficiais do Ministério da Fazenda e Bolsa de

Valores da grande economia. Os indicadores podem ser referentes a Ótica de Ativos externos sobre o PIB em determinado ano ou a Ótica de Passivos externos sobre o PIB em determinado ano.

Os principais problemas de mensuração dos Estoques de Capitais Internacionais são devidos a dependência e sensibilidade que os estoques têm com relação aos fluxos passados, ganhos ou perdas de capital, variações nos preços de mercados, modificações nas estruturas de capital e defaults/ reestruturação de dívidas (OBSTFELD; TAYLOR, 2002.).

Na forma de mensuração por fluxos de capitais internacionais, podem ser utilizadas 3 medidas:

Medida 1:

Verificar o resultado em conta corrente. Os países que têm déficit em conta corrente estão importando capitais, os que têm superávits estão exportando capitais.

$$\text{Fluxos de capitais} \iff I - S^* \quad (1)$$

$$\text{PNB} = C + I + G + (X - M) + \text{RLRE} \quad (2)$$

Sendo a primeira parte da equação igual ao PIB e a segunda parte igual a conta Transações Correntes do Balanço de Pagamentos.

$$\text{PNB} = Y_{\text{disp}} + T \quad (3)$$

Sendo Y_{disp} a renda disponível e T a renda do governo.

$$Y_{\text{disp}} = C + S \quad (4)$$

Sendo C o consumo das famílias e S a poupança das famílias.

Substituindo (4) em (3),

$$\text{PNB} = C + S + T \quad (5)$$

Substituindo (5) em (1),

$$C+S+T=C+I+G+TC$$

Rearranjando,

$$TC = (S-I) + (T-G)$$

Ou seja,

$$I = S+S_{pub}+S^*$$

Onde,

$$S^* = -TC$$

Assim, o Déficit em TC é uma proxy dos fluxos de capitais. Em economias abertas, ex post, o investimento equivale a poupança doméstica (Poupança privada + Poupança pública) e a poupança externa. Por essa lógica o resultado em transações correntes (TC) aparece como medida da poupança externa.

Precisa-se verificar nos dados se os déficits em TC eram menores no passado ou hoje. Portanto, se os déficits eram maiores no passado, foram financiados por entradas de capitais o que significa maior integração financeira. Se os déficits eram menores significa um menor grau de integração financeira (é uma medida indireta de entrada de capitais).

Medida 2:

Na medida 2, deve-se verificar se os fluxos de capitais brutos são diferentes dos fluxos líquidos. O primeiro tem grandes entradas de capitais enquanto o segundo além de possuir grandes entradas também tem grandes saídas de capitais.

Medida 3: Investimento-Poupança

A medida 3 utiliza uma medida econométrica onde é feita uma correlação S-I como *proxy* de livre mobilidade de capitais (FELDSTEIN; HORIOKA, 1980).

A regressão abaixo é comparada com a poupança doméstica,

$$I/Y = \alpha + \beta(S/Y) + E$$

Quando mais aberta a Economia, mais investidores possuem acesso a poupança externa (assim como poupadores também). Ao passar do tempo, à medida que essa economia vai se abrindo o beta ficará menor, ainda que seja observado o contrário empiricamente. Se torna um *puzzle*, pois a ideia era que à medida que a Globalização Financeira fosse avançando, o coeficiente de retenção de poupança (Beta) seria menor. Todavia, estimativas para períodos recentes (começo dos anos 2000) seguem bastante elevadas (mais do que o auge do padrão ouro internacional). Outra questão a observar é se possui viés doméstico pois investidores ou poupadores tendem a preferir os ativos domésticos e assim não há diversificação perfeita de portfólio.

O Beta – coeficiente de “retenção de poupança” – é analisado da seguinte forma: Quanto maior for o coeficiente, menor o grau de integração global, o que também vale do contrário. A lógica é que em um contexto de livre mobilidade a poupança doméstica (S) deve buscar as melhores alternativas de investimento em termos globais e não locais. Outro aspecto da medida 3 é o Home-bias que diz que o peso dos ativos domésticos na carteira dos investidores dos países centrais é mais do que proporcional ao peso destes mesmos ativos nos mercados mundiais. Assim, a diversificação das carteiras é menor do que sugere a teoria.

A paridade coberta de juros pode ser usada como medida de integração dos mercados de capitais internacionais quando busca-se identificar se as taxas de juros onshore e offshore se aproximam ou não. Nos momentos com livre mobilidade de capitais (ou seja, em condições concorrenciais) essas taxas tendem a zero (sem diferenças estatísticas ao longo do tempo). Isso foi observado no período do padrão ouro internacional até a Primeira Guerra Mundial, assim há maior convergência dessas taxas. Porém em momentos que há controle de capitais, portanto em condições não concorrenciais (e por isso não é possível fazer arbitragem) como o entre Guerras e pós Segunda Guerra Mundial, há maior divergência de valor entre as taxas onshore e offshore. Assim, se analisarmos a paridade coberta de juros é possível medir o grau de integração financeira de determinada(s) economia(s).

3.2 PROMESSAS DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Para a análise dos benefícios teóricos da Globalização Financeira considerar-se-á a analogia proposta por Kose *et al.*, (2003): duas economias, uma denominada Norte e a outra Sul. A economia Norte tem excesso de capital e tendência de declínio da rentabilidade, é uma economia rica, com mais capital do que deseja gastar.

$$S^* > I^* = r^* \Downarrow$$

A economia Sul tem escassez de recursos e pressiona as taxas de juros para cima.

$$S < I = r \Uparrow$$

Para maximizarem seus resultados e sendo ambas economias abertas, podem se intercambiar. Outra o fato importante é que o ambiente da Globalização Financeira envolve um conjunto de mudanças, inclusive tecnológicas ao reduzir custos de transação e criar atores mais ágeis. Para tanto é necessário seguir algumas condições permissivas como a Desregulamentação (liberalização financeira para permitir que os capitais saiam), assim as instituições podem atuar em mercados globais e em todos os segmentos; um aumento da concorrência devido ao supracitado fatores tecnológicos e conseqüente menor custo de transação; a liquidez abundante e queda dos juros nos países desenvolvidos, meados de 1980 para início dos anos 1990 as taxas de juros começaram a cair o que trouxe abundancia de liquidez; Mudanças tecnológicas e efeitos assimétricos além de instabilidade.

As promessas da globalização, principalmente a Globalização Financeira, eram relacionadas ao progresso e aumento do crescimento econômico. Como dito em seções anteriores, o FMI teve papel fundamental pois pressionou para que os países abrissem suas economias. Conforme Kose *et al.*, (2003), os principais benefícios teóricos dos mercados internacionais de capitais são:

1) Diversificação dos riscos e assim ampliar o retorno para além dos ativos domésticos, ou seja, o Princípio de Diversificação de Carteiras que otimiza a relação de risco-retorno ainda mais ao considerar também ativos estrangeiros. Para os países mais ricos, o

risco é minimizado com a diversificação quando os riscos idiossincráticos não estão correlacionados e há retornos mais elevados.

2) Acesso a poupança externa e com isso há a permissão da ampliação dos investimentos e conseqüentemente a aceleração do crescimento para as empresas (influenciando positivamente a Formação Bruta de Capital), algo positivo para as famílias.

Além disso, estabiliza o Consumo ao longo dos ciclos se admitirmos a hipótese subjacente: capitais internacionais atuam contra ciclicamente, então quando uma determinada economia entra em crise os capitais estrangeiros se direcionam para essa economia e tornam a crise menos aguda evitando assim maiores quedas do bem-estar das famílias. Uma *proxy* disso seria a evolução do consumo ao longo do ciclo econômico, se as oscilações de consumo são mais suaves isso seria uma indicação dessa capacidade.

Os países ricos do Norte têm mais poupança acumulada ao longo do tempo (ótica da economia clássica, taxas de juros é fenômeno real) e tem menos oportunidades de investimento, por isso o retorno na margem é menor. Entretanto, os países do Sul possuem menos recursos, mas têm mais oportunidades de investimento para poupança doméstica e, portanto, a taxa de retorno desses investimentos tende a ser maior.

Se integrando financeiramente, o país do Norte pode vir para o Sul pois há mais oportunidades de investimento com taxas de juros ajustadas pelo risco maior. Para o receptor de capital, há mais recurso e, portanto, daria para investir e crescer mais ou pode ter recursos para estabilizar o ciclo econômico.

No momento que há crise nos países do sul, o capital pode ser direcionado para lá e aí a crise se estabilizaria por ter mais crédito disponível. Por isso é contracíclico: o ciclo no país do Sul cai e o capital entra. A literatura empírica diz que os bancos estrangeiros fogem nessa situação de risco e acentuam a instabilidade no curto prazo e os bancos públicos estabilizam esse momento.

3) Alocação mais eficiente da Poupança Global (Sw), pois será alocada onde as taxas de retorno são maiores. Assim, o capital se localizará onde tem mais eficiência, particularmente o investimento direto estrangeiro. A poupança mundial vai ser utilizada com mais eficiência e é por isso que todos ganham, dessa forma a integração dos mercados financeiros é um jogo de soma positiva já que todos ganham na liberalização financeira.

4) Detentores de capitais aplicarão seus recursos onde terá mais segurança macroeconômica e institucional. Assim, disciplina os *policymakers* que serão punidos por má gestão afinal o capital dos países do Norte tem muitas outras opções de países disponíveis.

3.3 PROBLEMAS DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Os problemas da Globalização Financeira, principalmente para os PED, começaram a ficar evidentes devido à crise financeira dos anos 1990 e o enorme número de pacotes que o FMI precisou elaborar para salvar várias economias.

Um dos críticos mais proeminentes, o economista Jagdish Bhagwati (1998) afirmava ser a favor da liberalização comercial, mas não da financeira pois não teria provas de que a liberalização financeira trouxesse crescimento econômico. Além disso, faz críticas ao *Wall Street-Treasury* - a influência do tesouro americano para que o FMI pressionasse economias a se liberalizarem para que assim, instituições americanas pudessem operar livremente como afirma:

[...] despite the evidence of the inherent risks of free capital flow, the Wall Street-Treasury complex is currently proceeding on the self-serving assumption that the ideal world is indeed one of free capital flows, with the IMF and its bailouts at the apex in a role that guarantees its survival and enhances its status. But the weight of evidence and the force of logic point in the opposite direction, toward restraint on capital flows. It is time to shift the burden of proof from those who oppose to those who favor liberated capital. (BHAGWATI, J., 1998)

Conforme Krugman, Obstfeld, Melitz, (2015, p. 480), os principais problemas da Globalização Financeira podem ser o Enforcement dos contratos e assimetrias de informações derivados da existência de Estados Soberanos (jurisdições e culturas distintas): se o investidor compra um ativo (ação, título de dívida, empresa) fora do seu país em um ambiente com assimetria de informações e com existência de um governo soberano com poder jurisdicional sobre os agentes econômicos pode haver problemas não precificados. Os autores também falam da perda de autonomia política para economias financeiramente abertas, mas que possuem moedas mais fracas, haveria dificuldades para tributar os capitais que se tornam mais móveis e também há problemas para controlar a taxa de juros e de câmbio. Esse é o trilema do Mendel de economias politicamente abertas: dificuldade de manter câmbio fixo, liberdade da política monetária e liberdade dos fluxos de capitais. Não dá para escolher três alternativas, no máximo duas. Em síntese os autores destacam nesse ponto a liberdade dos mercados de capitais *versus* a tributação, arranjos monetários e cambiais (trilema) e crises financeiras (efeito contágio).

Por se tratar de um tema da fronteira do conhecimento, há muito a ser discutido acerca dos benefícios e principais problemas da Globalização Financeira.

4 FLUXOS DE CAPITAIS INTERNACIONAIS NOS PAÍSES EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO

Conforme discutido anteriormente, a Globalização é um fenômeno amplo que representa a crescente interdependência de diferentes economias assim, a Globalização Financeira refere-se à interdependência das nações por meio do comércio e investimento (KONONENKO *et al.*, 2020). Tão importante quanto a definição teórica e as formas de mensuração que expliquem os impactos da Globalização Financeira é a avaliação dos efeitos efetivamente observados nos fluxos de capitais internacionais. Nesse capítulo serão apresentados os resultados de estudos empíricos e indicadores para as economias emergentes e em desenvolvimento além de discutidos os fatores que determinam a direção dos fluxos de capitais internacionais, em que casos há resultados positivos e a tendência ao chamado *Slowbalisation*.

4.1 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E CRESCIMENTO ECONÔMICO: FATORES QUE DETERMINAM OS FLUXOS DE CAPITAIS PARA OS MERCADOS EMERGENTES

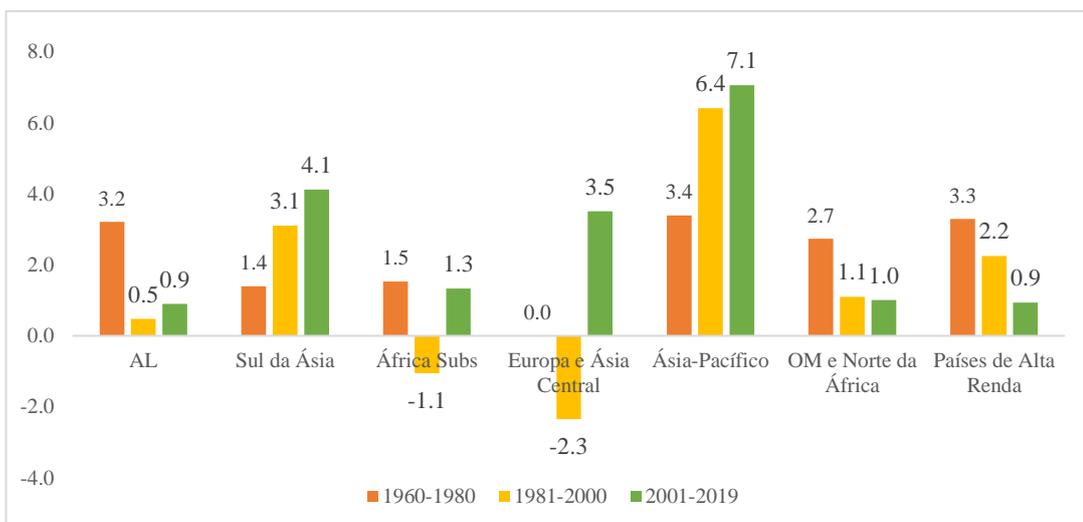
Os estudos anteriores à Crise Financeira Global (CFG) apontavam que medidas macroprudenciais, melhor governança e instituições sólidas assim como baixo grau de corrupção e alto grau de transparência eram fundamentais para atrair fluxos de capitais menos voláteis além de amenizar a vulnerabilidade a crises nos países emergentes e em desenvolvimento (PEDs). Outra questão é que os efeitos benéficos da Globalização Financeira para o crescimento econômico são mais susceptíveis quando os PEDs têm capacidade de absorção adequada (KOSE *et al.*, 2003). Contudo, é admitido pela literatura que discute a relação entre a integração dos PEDs no ambiente financeiro internacional, que os resultados são inconclusivos pois não há evidências empíricas robustas de que a renda per capita cresceu nos PED dado que a integração aos mercados internacionais se ampliou nesses países.

Após a CFG, foi resgatado algumas ideias de Minsky – como visto anteriormente – pois entendeu-se que o sistema é intrinsicamente instável. Minsky aponta que a instabilidade do sistema se deve ao padrão de comportamento dos agentes ao longo dos ciclos financeiros, sendo estes agentes os bancos, intermediários financeiros e empresas não financeiras

(MINSKY, 2010). Essa constatação é resgatada depois da CFG, pois a instabilidade atingiu os países desenvolvidos porque é um fato estilizado que os países emergentes em desenvolvimento possuem economia mais volátil (dentro dos PEDs, ainda há a observação de que economias latino-americanas são mais voláteis cuja recuperação é mais lenta e difícil do que outros países emergentes em desenvolvimento). As variáveis normalmente observadas na análise do comportamento dos ciclos são volatilidade, crescimento acumulado do produto e tempo médio entre os ciclos. O outro método de análise é chamado de compartimentalização pois analisa a fase ascendente e descendente dos ciclos e critérios utilizados para mensuração de ciclos como análises econométricas, estatísticas, entre outros.

No gráfico abaixo, com dados do World Bank, pode-se verificar o ritmo de crescimento da renda per capita em três subperíodos: 1960-1980, 1981-2000 e 2001-2019. Com exceções do Sul da Ásia e Ásia-Pacífico, todas as outras regiões apresentaram desaceleração no ritmo de crescimento do primeiro subperíodo para o segundo subperíodo enquanto que apenas Europa e Ásia Central, Sul da Ásia e Ásia-Pacífico apresentaram crescimento na renda per capita no terceiro subperíodo superior aos demais subperíodos. É possível considerar isso como um indício da desaceleração do crescimento econômico nas regiões emergentes devido a Globalização Financeira.

Gráfico 3: Crescimento do PIB Per Capita em Economias Seleccionadas, 1960-2019 (% média a.a)



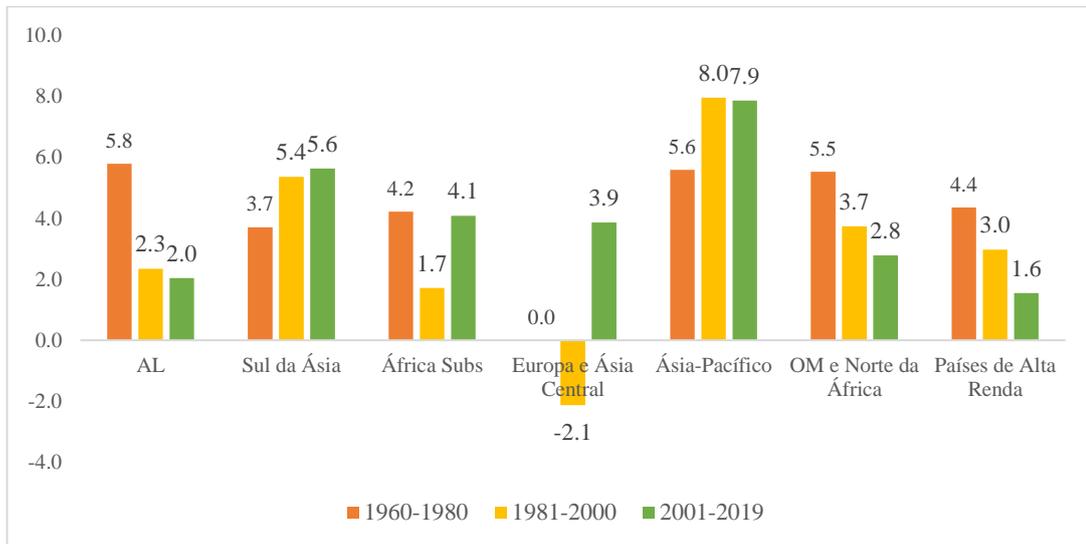
O PIB per capita na América Latina tinha um crescimento razoável e equivalente ao crescimento da região Ásia-Pacífico e até mesmo de países de alta renda antes da Globalização (período de 1960 a 1980), maior que outras regiões emergentes e em desenvolvimento devido principalmente às políticas Desenvolvimentistas realizadas na época. Nos anos 1980 e 1990 é observado o declínio desse indicador em todas as regiões, com exceção do Sul da Ásia e Ásia-Pacífico. Esse período coincide com a forte política neoliberal da época sacramentado pelo fim da Guerra Fria, que ficou conhecido como ‘era de ouro’ da Globalização ou Hiperglobalização:

After the end of the Cold War, new realities of economic integration and growing contacts between countries, businesses and people became the main framework for a new master discourse, in which global economic integration was the central definitive concept. Hyperglobalisation represented the fusion of US-led market globalism, economic neoliberalism and consumerist individualism. The 1990s wave of economic integration, spearheaded by the USA, was expected to bring global benefits, including an impetus for international cooperation. (KONONENKO, et al., EPRS Working Paper No. 2020/659.383, p.1)

É importante destacar a pequena recuperação nos anos 2000 nas economias emergentes, principalmente entre 2003 a 2014 devido ao boom das commodities pois foi um período com forte alta dos preços de grandes quantidades de recursos naturais. Tal fato ocorreu principalmente devido à crescente demanda das economias emergentes, principalmente a China (THE NEW YORK TIMES, 2015).

A média do PIB desse mesmo período traz inferências similares para os países emergentes, ainda que não seja a melhor medida para comparar com países de alta renda pois é consenso que estes costumam ter a RNB maior e o PIB mais modesto. Entretanto é possível visualizar a média do PIB dos países emergentes visto que esses costumam ter este indicador como referência, no gráfico 3 pode-se ver que os países da América Latina, África Subsaariana, Oriente Médio e Norte da África além de Europa e Ásia Central (sem considerar os países de alta renda dessas regiões), com a média menor do PIB entre 1980 e 2000. É importante destacar que a América Latina seguiu a risca a cartilha neoliberal e principalmente a liberalização financeira enquanto os países asiáticos foram mais céticos.

Gráfico 4: Crescimento do PIB em Economias Seleccionadas, 1960-2019 (% média a.a)



Fonte: World Bank, World Development Indicators; elaboração própria. Data: 24/04/2022

Os determinantes dos fluxos de capitais para os mercados emergentes podem ser separados por fatores oriundos dos mercados maduros chamados de fatores que empurram – *factors push* - e os fatores domésticos dos PEDs são chamados de fatores de atração – *factors pull*:

(...) surge in international capital flows to developing countries is the outcome of both “pull” and “push” factors. “Pull factors” arise from changes in policies and other aspects of opening up by developing countries. These include liberalization of capital accounts and domestic stock markets, and large-scale privatization programs. “Push factors” include business cycle conditions and macroeconomic policy changes in industrial countries. From a longer-term perspective, this latter set of factors includes the rise in the importance of institutional investors in industrial countries and demographic changes (e.g., relative aging of the population in industrial countries). The importance of these factors suggests that, notwithstanding temporary interruptions in crisis periods or during global business cycle downturns, the past twenty years have been characterized by secular pressures for rising global capital flows to the developing world. (KOSE *et al.*, 2003, p 20)

Dessa forma, fica claro que os ativos que compõe os fluxos de capitais impactam a economia dos países emergentes e em desenvolvimento no que tange a volatilidade. Um exemplo claro são os empréstimos bancários e fluxos de carteiras que são mais voláteis que o investimento estrangeiro direto (KOSE, 2003). A literatura empírica costuma colocar o investimento em portfólio, como ações, relacionado de forma negativa com alguma medida de

aversão ao risco como o VIX³, spread ou prêmios de risco, ou seja, quanto menor a aversão ao risco maior é a entrada de capitais. Segundo Koepke (2015), há fortes evidências de que o aumento da aversão ao risco global leva a uma redução nos fluxos de ações da carteira para os mercados emergentes.

Os fluxos de capitais além de impactar a vulnerabilidade dos PEDs podendo ocasionar crises financeiras, também possuem impactos distributivos. Esses impactos distributivos podem aumentar ou agravar a desigualdade e por isso é importante a composição de ativos que estão na conta financeira. Conforme Eichengreen (2021), diferentes fluxos financeiros têm diferentes implicações distributivas:

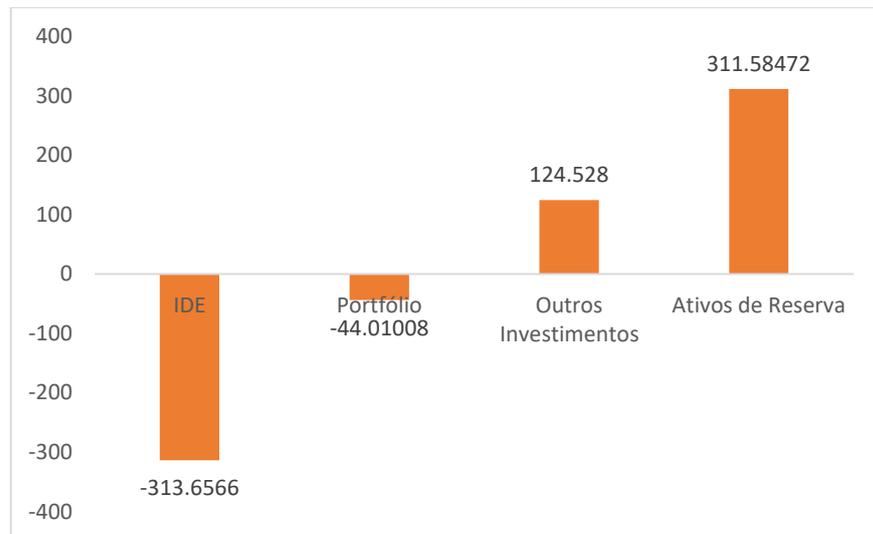
- IDE: Os efeitos distributivos da entrada de IDE dependerão de sua composição setorial e sobre a variação na intensidade do trabalho e nas habilidades entre os setores. Força de trabalho mais bem educada facilitará o compartilhamento mais amplo dos benefícios.
- Fluxos de capital financeiro da carteira: podem acentuar a volatilidade macroeconômica, podem ser veículos de evasão fiscal e outros fluxos ilícitos. Mas entradas desse tipo de fluxo de capital podem reduzir a desigualdade se for criado políticas para gerenciar surtos e reversões de fluxo de capital.
- Remessas: Tem efeitos diretos sobre a renda, seus efeitos são mais pronunciados em países com históricos de migração, onde os custos fixos de migração são mais baixos e onde a migração e as remessas são mais acessíveis às famílias mais pobres.
- Assistência oficial ao desenvolvimento: os fluxos oficiais têm o potencial de reduzir a desigualdade onde as instituições são suficientemente fortes pois do contrário a corrupção gera efeito contrário. Deve ser direcionada e acompanhada adequadamente pelo doador e quando o destinatário possui instituições adequadas fiscalizar o uso correto.
- Acumulação de reservas: Podem reduzir volatilidade macroeconômica e financeira, mitigando assim o impacto desproporcionado retração nas famílias de baixa renda. Porém pode ser caro devido ao custo de oportunidade dos fundos serem um múltiplo

³ VIX é um índice utilizado para acompanhar a volatilidade de diversos ativos, é a principal referência para a volatilidade do mercado de ações norte-americano (CBOE, 2021).

da receita de juros obtida pela manutenção de títulos do Tesouro dos EUA ou outros “ativos seguros” semelhantes (Rodrik 2006).

Abaixo há a composição da conta financeira considerando IDE, Portfólio, Outros Investimentos e Ativos de Reserva entre 1997 e 2021 para os PEDs, o gráfico 5 mostra a participação média anual em bilhões de dólares enquanto o gráfico 6 apresenta o percentual de participação de cada tipo de ativo financeiro na Conta Financeira dos PEDs. Os ativos de reserva são os mais abundantes na conta financeira dos países emergentes e em desenvolvimento entre 1997 e 2021, além disso, o déficit do IDE é superior ao volume da maior conta mostrando assim a fragilidade desse tipo de investimento.

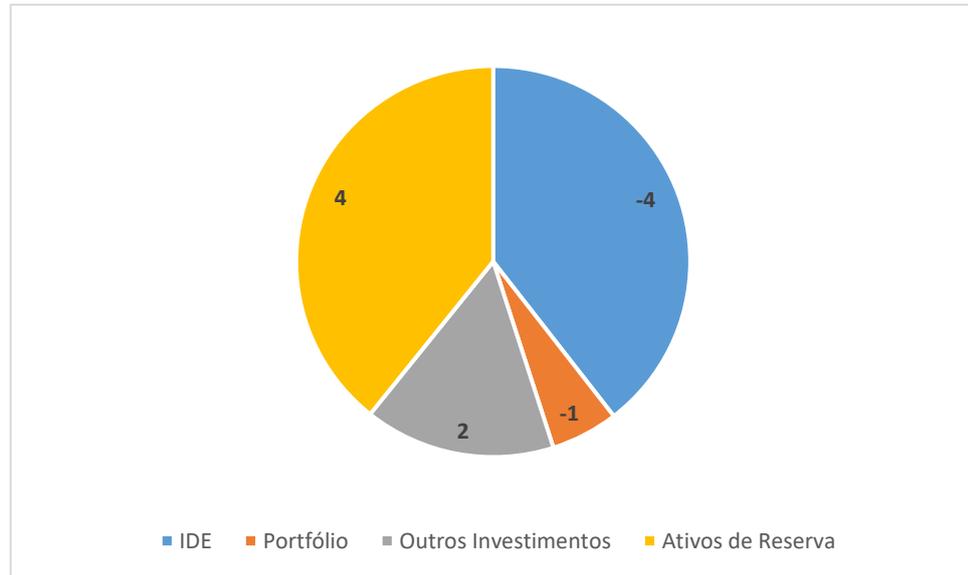
Gráfico 5 – Participação dos principais tipos de ativos financeiros na Conta Financeira dos Países Emergentes e em Desenvolvimento entre 1997-2021 (média bruta a.a em Bi US\$)



Fonte: FMI World Economic Outlook Database October 2021; elaboração própria.

Data: 24/04/2022

Gráfico 6 – Participação dos principais tipos de ativos financeiros na Conta Financeira dos Países Emergentes e em Desenvolvimento entre 1997-2021 (média bruta a.a com proporção do total %)

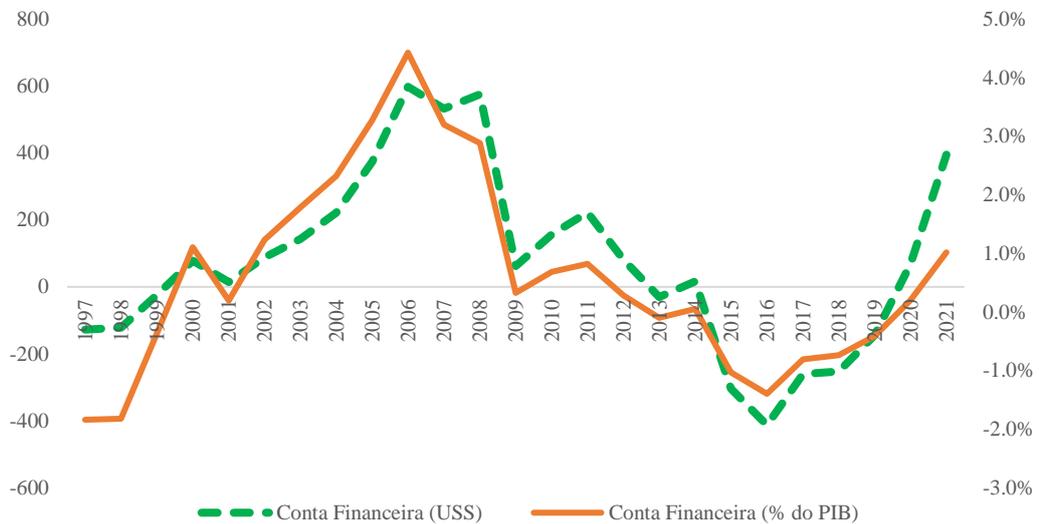


Fonte: FMI World Economic Outlook Database October 2021; elaboração própria.

Data: 24/04/2022

No gráfico 7 pode-se ver que o *boom* das commodities teve um impacto positivo na conta financeira em proporção com o PIB principalmente entre 2001 e final de 2007, sendo esse período marcado pela eclosão da Crise Financeira Global. Depois de 2014 o saldo ficou negativo e quando ia se recuperar no início de 2020 ocorreu a pandemia de COVID-19 sendo que a partir desse momento houve recuperação, porém de forma lenta. Logo, é possível perceber que os fluxos de capitais nos países emergentes e em desenvolvimento são bastante voláteis e com alta sensibilidade a conjuntura externa o que faz com que sua recuperação seja lenta.

Gráfico 7 – Conta Financeira dos Países Emergentes e em Desenvolvimento entre 1997-2021 (US\$ e % do PIB)



Fonte: IMF World Economic Outlook Database October 2021; elaboração própria. Data: 24/04/2022

Portanto, a relação entre a integração dos PED no ambiente financeiro internacional gera resultados inconclusivos pois não há evidências empíricas robustas de que a renda per capita cresceu nesses países dado sua integração aos mercados internacionais ampliada, não há evidência de uma relação causa-efeito:

There is a great deal of similarity between the list of collateral benefits of financial integration and the list of threshold conditions that we discuss below. Indeed, the discussion highlights the difficulties involved in trying to make strong causal statements about the effects of financial integration. (KOSE *et al*, 2006, p. 42)

Assim, os fundamentos macroeconômicos sólidos são importantes nos países receptores, mas não impedem a saída de capitais no momento de reversão cíclica, ou seja, quando os capitais voltam para os países desenvolvidos). Logo podem minimizar a fuga de capitais, porém não podem conter. Ainda que a globalização financeira possua uma tendência a gerar crescimento este não virá sem aumentar a desigualdade.

A tendência dos fluxos de capital para encorajar o crescimento provavelmente será evidente apenas em países que primeiro fazem progressos no fortalecimento de políticas e instituições, limitando assim a volatilidade desses fluxos e criando alguma garantia de que eles serão direcionados para usos e setores apropriados. A tendência dos fluxos de capital para aumentar a desigualdade pode ser limitado por políticas que moldam sua composição e tempo e, assim, impedem qualquer aumento

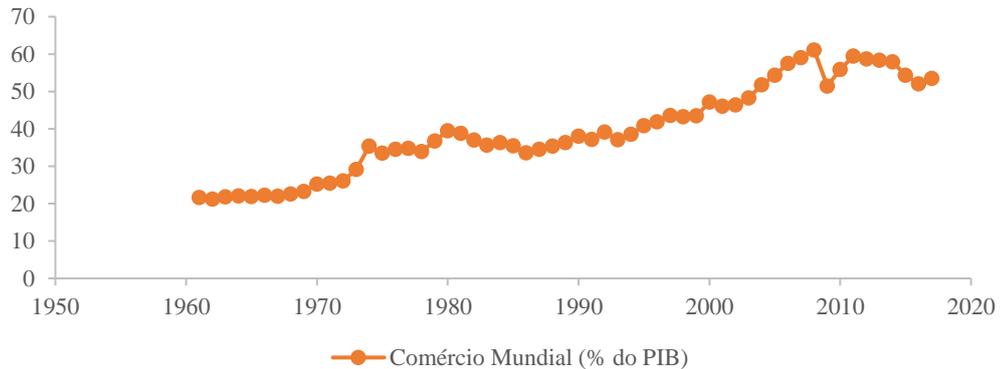
associado na volatilidade agregada e aumento da incidência de crises. Essa tendência pode ser ainda mais limitada ou mesmo revertida tomando medidas *ex ante* para aumentar o nível educacional, de modo que mais trabalhadores se beneficiam de complementaridades de capital estrangeiro e por medidas *ex post* que redistribuir renda para os menos favorecidos. (EICHENGREEN *et al.*, 2021, p25)

Com o propósito de mitigar os problemas de distribuição de renda ocasionados pela Globalização Financeira, Eichengreen *et al.* (2021) propôs em seu estudo que os governos tomassem um conjunto de ações e políticas macroeconômicas anticíclicas para limitar a volatilidade macroeconômica proveniente dos fluxos de capitais, políticas de gestão de fluxo de capital, educação para fomentar o nível de escolaridade alto pois assim os efeitos distributivos adversos da liberalização são menores nos PEDs, melhorar o clima de negócios através da aplicação confiável de contratos regulamentação para fazer com que os países emergentes e em desenvolvimento sejam destinos mais atraentes para os IDE, políticas do setor financeiro, incluindo políticas macroprudenciais, Políticas redistributivas e redes de segurança social e políticas relacionadas a remessas.

4.2 TENDÊNCIA AO FENÔMENO DA ESTAGNAÇÃO NA GLOBALIZAÇÃO (*SLOWBALISATION*)

Como discutido na seção anterior, após a Guerra Fria até a Crise Financeira Global de 2007 há o momento histórico conhecido como Hiperglobalização de vários níveis fazendo com que diferentes economias se tornassem interdependentes. Após a crise financeira global de 2007, foi levantado o debate sobre a tendência a desaceleração da integração global, conhecido como *Slowbalisation*, e a pandemia de COVID-19 teria aprofundado essa queda no movimento de capitais, serviços, bens, pessoas, etc. O gráfico abaixo mostra a intensificação da globalização no comércio a partir da década de 1980 e o recuo que passou a ter em 2014.

Gráfico 8 – Globalização do Comércio* entre 1961-2017 (% do PIB)



Fonte: Our World in Data, 2017; elaboração própria. (*) Somatório em módulo de exportações e importações do comércio mundial com relação ao PIB mundial. Data: 24/04/2022

A visão predominante no *mainstream* atualmente é um processo de abrandamento da globalização em todas as suas nuances:

When compared to the high point of hyperglobalisation, there has in particular been a slowdown in terms of cross-border merchandise trade, capital flows and bank loans. However, a broader analysis shows that the onset of the slowdown is more nuanced and path-dependent than highlighted by the numbers alone. International trade statistics miss out parts of services trade and also aspects of value-added trade. Cross-border bank lending has in part declined due to a desire to decrease risks and regulatory reforms, but balance of payments statistics still tend to underestimate the degree of interconnectedness in the financial sphere. Expert predictions for the future of globalisation post-coronavirus range from optimistic to alarmist. A number of thinkers have posited that Covid-19 has triggered the start of deglobalisation and that the period after the pandemic will see a gradual unfolding of global integration. Another thesis is that globalisation is not waning, but is merely changing shape and form (KONONENKO; *et al.*, 2020, Pg.25)

Outros pontos que o estudo do Parlamento Europeu (2020) apontou é que a abertura financeira global desacelerou após a crise financeira no que corresponde aos fluxos de capitais e crédito bancários e que o aprofundamento da desigualdade é uma tendência ainda que atualmente há um período de *Slowbalisation* pois a pandemia de coronavírus agrava os problemas das políticas governamentais de distribuição de renda além da força das multinacionais.

CONCLUSÃO

O objetivo desse trabalho foi realizar um estudo abrangente e analisar os impactos da Globalização Financeira nos fluxos de capitais dos países emergentes e em desenvolvimento após a crise financeira global, principalmente nos períodos de 2007 a 2009. O primeiro passo foi fazer uma breve revisão dos conceitos teóricos de Hyman Minsky e sua hipótese da instabilidade financeira. Conclui-se que para Minsky a instabilidade é inerente as economias capitalistas, a composição dos tipos de *defaults* é o que define a fragilidade da economia e que o Estado deveria ter o papel de conduzir políticas anticíclicas e tentar medidas para reduzir os efeitos das crises na economia como um todo.

No capítulo 2, discutiu-se o contexto histórico que se consolidou a Globalização Financeira, as diferentes posturas que o FMI tomou ao longo dos anos quanto a fragilidade das economias emergentes e como passaram a admitir – principalmente depois da CFG – que políticas macro prudenciais não são garantia de crescimento econômico nos PEDs, assim como as formas de medir a integração econômica dos países e os benefícios e malefícios da Globalização Financeira.

No capítulo 4 alguns indicadores para entender o comportamento dos fluxos de capitais, vimos na literatura que tão importante quanto a quantidade é a qualidade desses fluxos e que o IDE se destaca de forma positiva. Os indicadores mostraram indícios de que houve uma queda no crescimento econômico do grupo de países analisados e que isso pode ter relação com a globalização financeira. Então, algumas ideias acerca dos impactos dos fluxos de capitais na desigualdade de renda e na possível tendência a *slowbalisation*.

A hipótese do trabalho era que a composição dos fluxos de capitais é tão importante quanto a seu volume, pois aquela pode afetar o nível de vulnerabilidade dos países às crises financeiras. Estas, por sua vez, estão associadas à ampliação na desigualdade da distribuição da renda. Após a Crise Financeira Global a economia internacional continua bastante integrada e movida por políticas expansionistas caracterizadas por inovações tecnológicas e ganhos de produtividade. Entretanto as consequências da crescente suscetibilidade a crises e desigualdade no desenvolvimento econômico tem sido temas muito discutidos nos últimos anos pelo FMI e outras autoridades.

REFERÊNCIAS

BAHRY, T. R.; GABRIEL, L.F. **A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos.** R. Econ. contemp., Rio de Janeiro, 14(1): 27-60, jan./abr. 2010. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/rec/a/vmpvjKGPSM4qbRPjwR4kyNn/?lang=pt>>. Acesso em: 19 mar. 2022.

BHAGWATI, J., **The Capital Mith: The Difference between Trade in Widgets and Dollars**, Junho, 1998. Disponível em: <<https://www.foreignaffairs.com/articles/asia/1998-05-01/capital-myth-difference-between-trade-widgets-and-dollars>>. Acesso em: 15 nov. 2021.

CAMDESSUS, M. **Prospects and Challenges in our Globalized World Economy**, IMF No 95/6, April, 1995. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/spmds9506>>. Acesso em: 22 nov. 2021.

CBOE. **White paper CBOE volatility index.** 2021. Disponível em: <<https://cdn.cboe.com/resources/vix/vixwhite.pdf>>. Acesso em: 22 abr. 2022.

CERUTTI, E. M.; CLAESSENS, S., ROSE, A.K. **How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows**, IMF Working Paper No. 17/193, Setembro, 2017. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/09/01/How-Important-is-the-Global-Financial-Cycle-Evidence-from-Capital-Flows-45169>>. Acesso em: 29 nov. 2021.

CLAESSENS, S.; KOSE, M. **Financial Crises Explanations, Types, and Implications.** Working Paper No. 13/28. Washington, DC: IMF, 2013.

CSI: credit crunch. Central banks have played a starring role In: The Economist. **Special report.** Disponível em : <<https://www.economist.com/special-report/2007/10/20/csi-credit-crunch>>. Acesso em 07 mar. 2022.

CUNHA, A.M. **Globalização Financeira.** Julho 2021. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=oRcUKrXlCI8&list=PLTeNBDg1xhELn_Ty5eZ075VALCkj8muI1&index=8>. Acesso em: 06 dez. 2021.

DALTO, F.A.S. **A hipótese da instabilidade financeira de Minsky.** Março 2020. Disponível em: <http://fabianodalto.weebly.com/uploads/3/6/8/2/3682836/a_hiptese_de_instabilidade_financ_eira_de_minsky.pdf>. Acesso em: 27 mar. 2022.

EICHENGREEN, B. et al. **Financial Globalization and Inequality: Capital Flows as a Two-Edged Sword.** IMF Working Paper No. 2021/004. Washington, DC: International Monetary Fund, 2021. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/01/08/Financial-Globalization-and-Inequality-Capital-Flows-as-a-Two-Edged-Sword-49977>>. Acesso em: 29 nov. 2021.

EICHENGREEN, B. **Globalizing Capital: a history of the international monetary system.** Princeton: Princeton University Press, 1996 (edição brasileira da Editora 34, São Paulo, 2000).

EPSTEIN, G. A. **Introduction: Financialization and the World Economy.** In: EPSTEIN, G. A. *Financialization and the World Economy.* Edward Elgar Publishing, 2005. Disponível em: <<file:///F:/andre%20cunha/academia%20brasil/ufrgs/novo%20p%C3%B3s/financas%20internacionais/financas%20internacionais%202015/chapter1epstein.pdf>>. Acesso em: 28 nov. 2021.

FELDSTEIN, M. S.; C. Y. HORIOKA. **Domestic saving and international capital flows.** *Economic Journal*, 90: 314-329, 1980.

GONTIJO, C.; OLIVEIRA, F. A. D. **A crise da Globalização Financeira: XIV nacional de economia política.** 2009

HABIB, M. M., VENDITI, F. **The global capital flows cycle and its drivers: Not only a US monetary policy story,** VOX, 2019. Disponível em:

<<https://www.weforum.org/agenda/2016/05/this-is-what-500-years-of-globalization-looks-like/>>. Acesso em: 12 nov. 2021.

HANNAN, S.A. **Revisiting the determinants of capital flows to emerging Markets – A survey of the evolving literature**. IMF Working Paper, No 18/214, 2018. Disponível em: <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2018/wp18214.ashx>>. Acesso em: 30 nov. 2021.

ILZETZKI, E.; REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?** NBER Working Paper No. 23134, February, 2017 (<http://www.nber.org/papers/w23134>).

ILZETZKI, E.; REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **Will the Secular Decline in Exchange Rate and Inflation Volatility Survive COVID-19?** NBER Working Paper 28108, 2020. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w28108>>. Acesso em 15 de novembro de 2021.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View**. Washington, Nov. 2012. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/TheLiberalization-and-Management-of-Capital-Flows-An-Institutional-View-PP4720>>. Acesso em 15 de abril de 2022.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. **Gaining Momentum?**. World Economic Outlook, Washington, Nov. 2021. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>>. Acesso em 15 de novembro de 2021.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. **Revisiting the determinants of capital flows to emerging Markets – A survey of the evolving literature**, Washington, Nov. 2021. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>>. Acesso em 15 de novembro de 2021.

ISARD, P. **Globalization and the International Financial System**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

KALTENBRUNNER, A., PAINCEIRA, J., **Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience**. Cambridge Journal of Economics, 39 (5): 1281-1306, 2015.

KEYNES, J. M. **A Treatise on Money**. Volumes I e II, New York: Harcourt, Brace and Company. [1930] 1976.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**, 1936. Lisboa : Relógio D'Água, 2010.

KONONENKO, et al. **Slowing down or changing track? Understanding the dynamics of 'slowbalization'**. EPRS Working Paper No. 2020/659.383. Bruxelas: European Parliamentary Research Service, 2020. Disponível em: <[https://www.europarl.europa.eu/stoa/en/document/EPRS_IDA\(2020\)659383](https://www.europarl.europa.eu/stoa/en/document/EPRS_IDA(2020)659383)>. Acesso em: 30 nov. 2021.

KOSE. M.A. et al. **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**. IMF Working Paper No. 2003/003. Washington, DC: International Monetary Fund, 2003. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2021.

KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. **Financial Globalization: A Reappraisal**. IMF, Working Paper n. 189, 2006. Washington, DC: International

KREGEL, J. **Alternative Macro Policy Response for a Pandemic Recession**. Policy Note, 2020/6. New York, Levy Economics Institute of Bard College, 2020.

KREGEL, J. **Preventing the last crisis: Minsky's forgotten lessons ten years after Lehman**. Levy Policy Note, 2018/05. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_18_5.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2021.

KRUGMAN, P., OBSTFELD, M., MELITZ, M. J. **Economia Internacional: teoria e política**, 10ª ed., Pearson, 2015 (ISBN 13: 9788543004525). São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2015. 467-492.

LANE, P. R.; Milesi-Ferretti, G. **International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis**. IMF Working Paper No. 17/115, May, 2017. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/05/10/International-Financial-Integration-in-the-Aftermath-of-the-Global-Financial-Crisis-44906>>. Acesso em: 15 nov. 2021.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE. **Poorer than their parents? Flat or falling incomes in advanced economies**, July 2016. Disponível em: <<http://www.mckinsey.com/global-themes/employment-and-growth/poorer-than-their-parents-a-new-perspective-on-income-inequality>>. Acesso em: 15 nov. 2021.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE. **A Decade After the Global Financial Crisis: what has (and hasn't) changed?** McKinsey Global Institute Brief Note, September, 2018. Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/a-decade-after-the-global-financial-crisis-what-has-and-hasnt-changed>>. Acesso em: 15 nov. 2021.

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma Economia Instável**. São Paulo: Novo Século, 2010.

MINSKY, H. P. **The Financial Instability Hypothesis: a Clarification**. In FELDSTEIN, Martin (1991). *The Risk of Economic Crisis*. Chicago: The University of Chicago Press, 1991.

MISHKIN, F. **The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich**, 2006. Disponível em: <<https://press.princeton.edu/books/paperback/9780691136417/the-next-great-globalization>>. Acesso em: 15 nov. 2021.

NEAL, L. **A Concise History of International Finance: From Babylon to Bernanke.** Cambridge University Press, 2016.

NIER, E.; SEDIK, T. S.; MONDINO, T. **Gross Private Capital Flows to Emerging Markets: Can the Global Financial Cycle Be Tamed?** IMF Working Paper No. 14/196, October. Washington, DC: International Monetary Fund, 2014.

OBSTFELD, M., TAYLOR, A. M. **Global Capital Markets: integration, crisis and growth.** New York: Cambridge University Press, 2004.

OBSTFELD, M., TAYLOR, A. M. **Globalization and Capital Markets,** NBER Working Paper No. 8846, 2002. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w8846>>.

OBSTFELD, M.; OSTRY, J. D.; QURESHI, M. S. **A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies.** IMF Working Paper No. 17/130, June, 2017.

RAZIN, A. **De-globalization: Driven by Global Crises?** NBER Working Paper 27929, October, 2020. Disponível em: <https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27929/w27929.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2021.

REINHART, C. M.; REINHART, V.; TREBESCH, C. **Global Cycles: Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults, 1815-2015.** American Economic Review: Papers & Proceedings 2016, 106(5): 574–580, 2016. Disponível em: <http://www.carmenreinhardt.com/user_uploads/data/224_data.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2021.

REINHART, C. M., ROGOFF, K. **Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten.** Working Paper No. 13/266, December. Washington, DC: International Monetary Fund, 2013.

REY, H. **Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence.** NBER Working Paper 21162.

RODRIK, D. (2006), **The Social Cost of Foreign Exchange Reserves**. CEPR Discussion Paper Series No. 5483. 2006

SCHWARTZ, N. D., CRESWELL, J. A **Global Chill in Commodity Demand Hits America's Heartland In China and other emerging markets, growth is waning and demand for the raw materials that drive the global economy has dried up**. Outubro 2015. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2015/10/25/business/energy-environment/americas-heartland-feels-a-chill-from-collapsing-commodity-prices.html>>. Acesso em: 23 abr. 2022.

SILVA, P. P. **Os efeitos da liberalização financeira externa sobre o desempenho macroeconômico brasileiro entre 1995 e 2014 : um estudo a partir dos modelos MS-VAR e VEC**. 2016. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2016.

WARREN. **Crise do subprime**: entenda como surgiu, por que aconteceu e quais lições deixou. Disponível em: <<https://warren.com.br/magazine/crise-do-subprime/>>. Acesso em 07 mar. 2022.

WOLF, M. **Why Globalization Works**. Yale University Press, 2004. Disponível em: <https://www.economist.com/media/globalexecutive/why_globalization_wks_e_02.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2021

WORLD BANK. **Commodity Markets Outlook**, April. Washington, DC: World Bank, 2021b.

WORLD BANK. **Global Economic Prospects**, January. Washington, DC: World Bank, 2021a.

WORLD BANK. **Reversals of Fortune**. Washington, DC: World Bank, 2020.

WORLD BANK. **The Commodity Cycle in Latin America: Mirages and Dilemmas**. Washington, DC: The World Bank, 2016. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/24014>>. Acesso em: 15 nov. 2021

ZINGALES, L. **Does Finance Benefit Society?** NBER Working Paper No. 20894, 2015.

ANEXO A – CLASSIFICAÇÃO DOS PAÍSES EMERGENTES EM DESENVOLVIMENTO

Tabela 1 - Classificação dos países emergentes e em desenvolvimento por subgrupo

Ásia Emergente e em Desenvolvimento			
Bangladesh	Kiribati	Nauru	Thailand
Bhutan	Lao P.D.R.	Nepal	Timor-Leste
Brunei Darussalam	Malaysia	Palau	Tonga
Cambodia	Maldives	Papua New Guinea	Tuvalu
China	Marshall Islands	Philippines	Vanuatu
Fiji	Micronesia	Samoa	Vietnam
India	Mongolia	Solomon Islands	
Indonesia	Myanmar	Sri Lanka	
Europa Emergente e em Desenvolvimento			
Albania	Croatia	Montenegro	Russia
Belarus	Hungary	North Macedonia	Serbia
Bosnia and Herzegovina	Kosovo	Poland	Turkey
Bulgaria	Moldova	Romania	Ukraine
América Latina e Caribe			
Antigua and Barbuda	Colombia	Haiti	St. Lucia
Argentina	Costa Rica	Honduras	St. Vincent and the Grenadines
Aruba	Dominica	Jamaica	Suriname
The Bahamas	Dominican Republic	Mexico	Trinidad and Tobago
Barbados	Ecuador	Nicaragua	Uruguay
Belize	El Salvador	Panama	Venezuela
Bolivia	Grenada	Paraguay	
Brazil	Guatemala	Peru	
Chile	Guyana	St. Kitts and Nevis	
Oriente Médio e Asia Central			
Algeria	Iran	Mauritania	Sudan
Afghanistan	Iraq	Oman	Tajikistan
Algeria	Kazakhstan	Qatar	Turkmenistan
Azerbaijan	Kuwait	Saudi Arabia	United Arab Emirates
Bahrain	Libya	Somalia	Uzbekistan
			Yemen
África Sub-saariana			
Angola	Côte d'Ivoire	Guinea	Republic of Congo
Benin	Democratic Republic of the C	Guinea-Bissau	Sierra Leone
Burkina Faso	Equatorial Guinea	Liberia	South Africa
Burundi	Eritrea	Malawi	South Sudan
Chad	Gabon	Mali	Zambia
Central African Republic	Ghana	Nigeria	Zimbabwe

Fonte: FMI (2021)