

# CICLOS DE LIQUIDEZ MUNDIAL NOS ANOS 2000-2019: ANÁLISE E PROPOSIÇÃO DE UM INDICADOR

*Dynamics of global liquidity cycles in the years 2000-2019: a proposition based on calculated indicator and conjuncture analysis*

Henrique Ferreira de Souza\*

Vanessa Petrelli Corrêa†

## Resumo

Partindo da perspectiva de que os mercados não são perfeitamente eficientes na alocação de recursos, não há motivos para esperar que a total abertura e integração financeira das economias proporcione o maior crescimento econômico. Muito pelo contrário, esses movimentos podem elevar o grau de vulnerabilidade dos países periféricos a acontecimentos externos. No presente trabalho destaca-se a vulnerabilidade externa financeira ligada à hierarquia das moedas. Do mesmo modo, os fluxos internacionais de capitais são vetores centrais de efetivação dessa vulnerabilidade, comportando-se de maneira coordenada, ligados, preponderantemente, aos ciclos de liquidez mundial (LM). Assim, o objetivo desse artigo é adicionar elementos para o entendimento da periodicidade da liquidez mundial nos anos 2000, por meio do cálculo de um indicador – relacionado aos fluxos de capitais para os países periféricos – e análise histórica do período retratado, examinando a conjuntura internacional e alguns trabalhos ligados a essa, como os relatórios do Fundo Monetário Internacional (FMI) e da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD).

**Palavras-chave:** Vulnerabilidade Externa; Ciclos de Liquidez Mundial; Países Periféricos.

**Código JEL:** F3; F36; F65.

## Abstract

From the perspective that markets are not perfectly efficient in allocating resources, there is no reason to expect that the total openness and financial integration of economies will deliver the greatest economic growth. Oppositely, these movements can increase the degree of vulnerability of peripheral countries to external events. The present work highlights the financial external vulnerability linked to the currency hierarchy. In the same way, international capital flows are central vectors for the realization of this vulnerability, behaving in a coordinated manner, mainly linked to the global liquidity cycles. Thus, the objective of this paper is to add elements to the understanding of the periodicity of global liquidity in the 2000s, through the calculation of an indicator – related to capital flows to peripheral countries – and historical analysis of the period portrayed, examining the international conjuncture and some works related to it, such as the IMF and UNCTAD reports.

**Keywords:** External Vulnerability; Global Liquidity Cycles; Peripheral Countries.

**JEL Code:** F3; F36; F65.

---

\* Economista Pesquisador do Centro de Estudos, Pesquisas e Projetos Econômico-sociais do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia. Contato: henriquefsz@yahoo.com.br.

† Professora Titular do Instituto de Economia e Relação Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia. Contato: vanpli2010@gmail.com.

## 1. Introdução

Com base no entendimento da teoria pós-keynesiana<sup>1</sup>, de que os mercados são falhos na alocação eficiente dos recursos, não há razão para se esperar que a máxima abertura e integração financeira das economias conduza ao maior crescimento econômico possível (Damasceno, 2007). Contrariamente, parte dos modelos de crescimento e as evidências empíricas têm comprovado que a plena mobilidade de capitais cria outros desafios (Rey, 2015). Ao invés de promover o crescimento e o desenvolvimento econômico, os fluxos de capitais têm demonstrado um fim em si mesmos, de forma que os seus valores passaram a superar inúmeras vezes o valor do comércio internacional (Freitas & Prates, 2001).

Nessa perspectiva, os países periféricos<sup>2</sup> são fortemente afetados por acontecimentos externos devido a questões estruturais, em que, para o presente trabalho, destaca-se a vulnerabilidade externa financeira ligada à hierarquia das moedas (Corrêa, 2006, De Conti, Prates & Plihon, 2014). No mesmo sentido, os fluxos de capitais são vetores centrais de efetivação dessa vulnerabilidade, que pode ser acentuada quanto maior for a liberalização financeira e a profundidade dos mercados de capitais de uma economia periférica, além do maior volume de fluxos financeiros recebido por essa, especialmente aqueles “com viés de curto prazo” (Corrêa et al., 2008; Munhoz, 2010).

Os fluxos internacionais de capitais, por sua vez, comportam-se de maneira coordenada, ligados, preponderantemente, aos ciclos de LM, que são relacionados à dinâmica da política monetária (doravante PM) dos países centrais, especialmente a dos Estados Unidos (EUA), e a aversão ao risco dos agentes (Biancarelli, 2007; Rey, 2015). Concretamente, os *ciclos de LM* são caracterizados pela alternância das fases de alta e baixa no

---

<sup>1</sup> Sendo mais específico, segue-se a linha dos classificados “keynesianos fundamentalistas” ou “financeiros”, cujos principais representantes são: Minsky, Davidson, Kregel e Victoria Chick (Oreiro, 2011).

De acordo com Oreiro (2011), existem pelo menos duas vertentes do pensamento pós-keynesiano: uma relacionada com a “Escola de Cambridge”, cujo foco de análise é a teoria do crescimento e da distribuição de renda, que se utiliza de modelos formais com solução analítica fechada (“solução de equilíbrio”), e outra relacionada ao chamado “keynesianismo fundamentalista”, cujo foco é o papel da tríade tempo-incerteza-moeda sobre a dinâmica das economias capitalistas, a qual rejeita a noção de equilíbrio.

Assim, o presente trabalho parte da noção de que: o financiamento do Investimento não dependem da poupança passada e muito menos da poupança futura “calculada *ex ante*”; o limite da criação de liquidez depende, exclusivamente, da decisão do sistema bancário/financeiro de liberar crédito (capacidade endógena de criação de moeda); o cálculo matemático do lucro atuarial ou da expectativa confiável de ganho, a partir das probabilidades, não pode ser inferido, mesmo que os “fundamentos” existam no presente (incerteza no sentido forte – não-ergodicidade); os gestores de portfólio trabalham tentando antecipar o comportamento do mercado e expectativas “incorretas” podem ter resultados reais (Keynes, 1937a e 1937b, Davidson, 1999).

<sup>2</sup> O presente trabalho considera “[...] dois grupos distintos de países: os centrais e os periféricos. Essa divisão é feita segundo o modo de inserção desses países no capitalismo e as características daí decorrentes” (De Conti, Prates & Plihon, 2014).

volume das transações financeiras entre os países. Na fase de ascensão do ciclo, como nos ciclos *minskyanos*, tem-se uma redução gradual da percepção de risco e da preferência pela liquidez dos aplicadores financeiros, que cada vez mais estimulados por *feedbacks* positivos, intensificam suas operações em ativos mais arriscados, como aqueles vinculados a moedas periféricas. Nessa fase acende o “apetite pelo risco” e vê-se um crescimento dos fluxos financeiros interpaíses, até para as economias periféricas. Isso ocorre com mais força na direção de mercados que apresentam grande potencial de rentabilidade, tanto pelo elevado diferencial de juros quanto pelos possíveis ganhos especulativos em mercados acionários. Já os momentos de baixa são iniciados pela reversão das expectativas. Nessa situação, há um aumento da percepção de risco e da preferência de liquidez, deflagrando na chamada “fuga para a qualidade” (reversão abrupta dos capitais nos países periféricos), em que os detentores de capitais vão preferir aplicar em ativos considerados mais seguros, especialmente aqueles denominados nas moedas consideradas “divisas internacionais”, como o dólar. Note-se, ainda, que esse movimento de saída de capitais de um país periférico será tão mais forte quanto maior for o peso, nos seus estoques, dos capitais com grande potencial de reversão. Enquanto os momentos de ascensão do ciclo são caracterizados pelo aumento dos preços dos ativos, incluindo aqueles que possuem maiores riscos, nos momentos descendentes tem-se uma tendência contrária. Assim, as fases dos ciclos exercem pressões diferentes sobre as variáveis centrais de cada país (Biancarelli, 2007).

Partindo dessa concepção, a perspectiva do presente trabalho é a de que não são os “fundamentos macroeconômicos” de um determinado país que definem a dinâmica dos fluxos de capitais em direção aos mesmos, especialmente se estamos considerando um país periférico. As condições internas são relevantes na atração de capitais, mas mesmo no caso de os países apresentarem “bons fundamentos”, seguindo os preceitos do “novo consenso macroeconômico”<sup>3</sup>, os capitais se afugentarão a qualquer percepção de mudança no cenário externo. Ademais, em períodos de alta LM pode-se observar um forte direcionamento de recursos aos países periféricos, sobretudo para os com ampla abertura financeira e alta perspectiva de ganhos, mesmo quando esses não apresentam “bons fundamentos” (Corrêa et al., 2008; Munhoz, 2010).

Considera-se Corrêa e Pereira (2016) como ponto de partida para a análise da periodicidade da LM nos anos 2000. Ainda assim, entendendo que os ciclos de liquidez

---

<sup>3</sup> Ligado as correntes Novo Clássica e Novo Keynesiana, que partem do modelo de equilíbrio geral, pregando a liberalização financeira, a redução da participação do Estado etc.

exercem impacto relevante sobre as economias periféricas, o presente artigo tem como objetivo adicionar elementos para a construção da periodicidade da LM no séc. XXI, por meio do *cálculo de um indicador*, relacionado aos fluxos de capitais para os países periféricos<sup>4</sup>, e destacando os principais fatores por detrás dessa dinâmica, fortemente influenciada por elementos ligados às economias centrais.

Inicia-se a análise da dinâmica da LM a partir do citado indicador. Ademais, efetua-se também um exame histórico do período retratado, principalmente, em relação à conjuntura internacional, e considerando as análises dos relatórios do FMI e da UNCTAD.

Dessa forma, enquanto o “indicador de LM” captura os períodos de grandes entradas e saídas de capitais nos países periféricos, a segunda análise foca nos fatos que podem explicar esses movimentos, relacionando-os à conjuntura internacional. Assim, as duas análises se complementam.

## 2. Cálculo do indicador de LM proposto

Para o cálculo do “indicador de LM” foram utilizadas as rubricas do chamado “1º nível de abertura da Conta Financeira (CF) do Balanço de Pagamentos (BP)” (Corrêa et al., 2008). O “1º nível de abertura” é aquele que considera as grandes contas componentes da CF do BP: Investimento Direto (ID), Investimento em Carteira (IC), Derivativos (DR) e Outros Investimentos (OI)<sup>5</sup>. Ao abrir essas contas, chega-se ao “2º nível de abertura da CF”, referente aos Ativos e Passivos de cada uma. Para o presente estudo serão usadas as contas do lado do passivo, que se referem, essencialmente, aos fluxos de não-residentes (*inflows*).

---

<sup>4</sup> Ainda que este trabalho siga a perspectiva de que o sistema monetário e financeiro internacional tem natureza caracterizada pela relação centro-periferia, de modo que os países podem ser agrupados em “centrais” e “periféricos”, nos momentos que este artigo tratar dos dados cuja a fonte agrega os países em grupos distintos dos citados, como no caso do FMI, será utilizado a nomenclatura desse – que considera o conceito de “Economias Emergentes e em Desenvolvimento” –, ainda que isso não quer dizer que os autores do trabalho comungam com a perspectiva teórica dessas fontes.

Assim, os ciclos de liquidez foram construídos com base em 48 países periféricos. Todavia, alguns não apresentaram dados para todos os períodos, de forma que a média foi de 42,8 informações por trimestres. Os 48 países são: China, Índia, Indonésia, Coréia, Malásia, Paquistão, Filipinas, Sri Lanka, Tailândia, Vietnã, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Jamaica, México, Paraguai, Peru, Uruguai, Venezuela, Armênia, Bulgária, Bósnia e Herzegovina, Croácia, República Tcheca, Estônia, Hungria, Cazaquistão, Letônia, Lituânia, Polônia, Romênia, Rússia, Sérvia, Ucrânia, Egito, Israel, Jordânia, Líbano, Marrocos, África do Sul, Tunísia e Turquia. “Essa lista inclui algumas economias, como a República Tcheca, que agora são classificadas como economias avançadas no *World Economic Outlook*, mas foram classificadas como mercados emergentes [...] (FMI, 2011, p.55).

<sup>5</sup> Na configuração do BP as “Reservas” (RS) também fazem parte da CF. Aqui estamos considerando a “CF - (menos) RS”.

A metodologia utilizada para a construção desse indicador parte dos trabalhos de FMI (2007, p.127; 2011, p.55) e de Mehigan (2018). Por esses trabalhos, os ciclos de “alta da liquidez” constituem-se de períodos em que ocorrem *Episódios* de entrada de capitais (*inflows*) em um número significativo de países periféricos, sendo os *Episódios* formados por um conjunto de *Surtos*. Assim, para entender a metodologia de forma mais fácil, parte-se da sua construção inicial: os *Surtos*.

Os *Surtos* correspondem a um único período (1 trimestre) de grande entrada de capitais. Essa entrada é calculada pela soma do saldo trimestral do *Passivo* de cada uma das grandes contas componentes da CF (sem reservas) das “Economias Emergentes e Em desenvolvimento” (EED), ou seja: ID Passivo (IDP) + IC Passivo (ICP) + OI Passivo (OIP) + DR Passivo (DRP), calculado por país – a soma dessas contas será chamada de Conta Financeira Passivo (CFP). Considera-se que está havendo um *Surto* quando o valor da CFP (de cada país), no trimestre, é maior do que a tendência de longo prazo dessa conta (calculada através do filtro HP) em um desvio padrão (desvio padrão da tendência de longo prazo dos 20 trimestres antecedentes) e maior que 1,5% do PIB anual dessa economia.

Já um *Episódio* consiste em um conjunto de *Surtos*. O caso mais claro é quando há *Surtos* consecutivos. Todavia, caso haja até 4 trimestres ou menos separando esses *Surtos*, esses trimestres também farão parte do mesmo *Episódio*, desde que todos esses saldos intermediários permaneçam positivos. É preciso o agrupamento de pelo menos quatro períodos (trimestres) de grandes entradas de capitais (*Surtos*) para se considerar um *Episódio*. Complementarmente, o final de um *Episódio* ocorre quando o fluxo da CFP for menor que 1% do PIB. Do mesmo modo, o *Episódio* inicia-se no último período precedente ao primeiro *Surto* do conjunto que apresente fluxo da CFP maior que 1% do PIB.

A partir dos cálculos individuais dos *Surtos* e dos *Episódios* para cada país EED, a alta da *LM* é constituída de períodos em que há um número significativo de países EED em *Episódio* de capital. Por essa metodologia, chega-se ao resultado apresentado na Figura 1, em que é possível ver o número de países EED em *Surto* ou *Episódio* de capitais no interregno de 2005 a 2019.

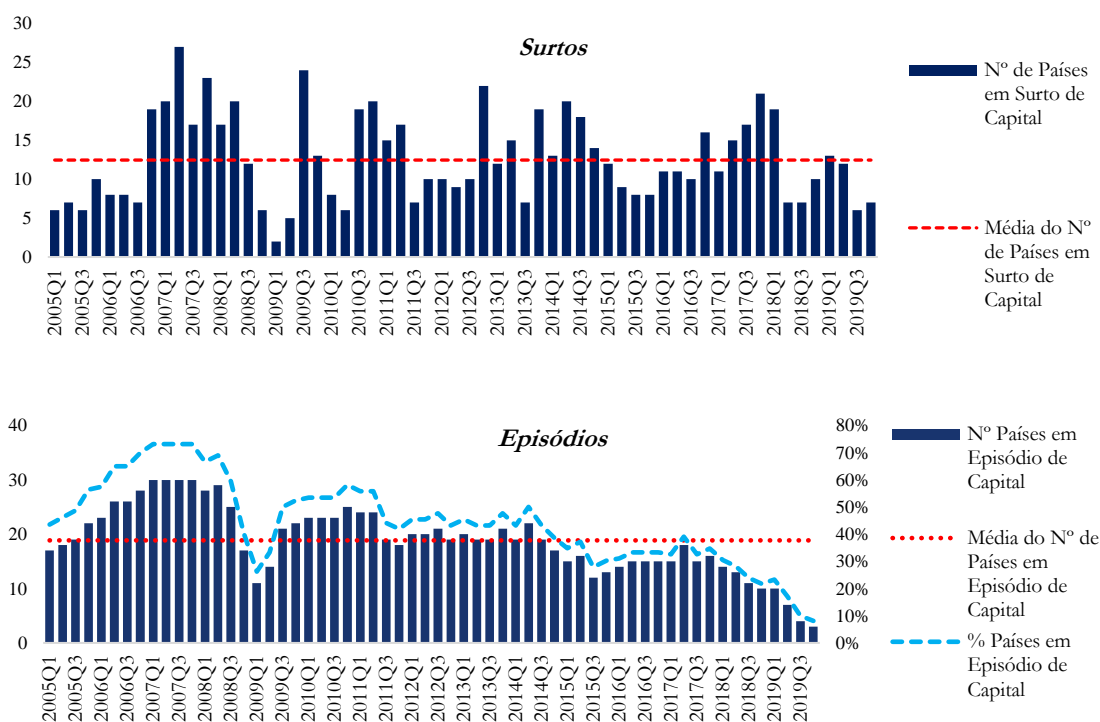
Para o período anterior a 2005 utiliza-se o cálculo dos ciclos de liquidez elaborado pelo FMI (2011), que está apresentado na Figura 2<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> A necessidade de utilizar o gráfico do FMI, ao invés de calcular o referido indicador antes de 2005, deve-se ao fato dos autores do presente artigo não terem tido acesso aos dados anteriores a 2000.

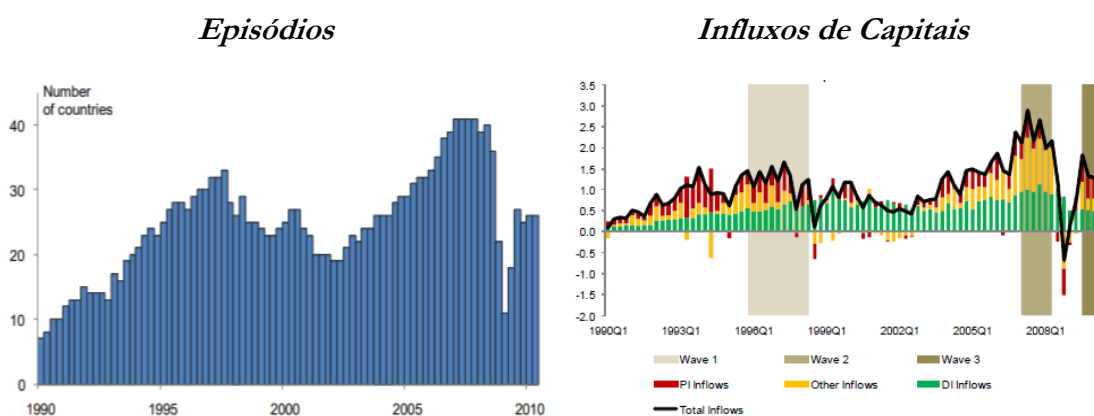
A partir desses cálculos, será construída a periodicidade dos ciclos de LM de forma mais detalhada, na busca de explicar essa dinâmica a partir dos principais acontecimentos no mundo.

**Figura 1 – Indicadores de LM (1)**



Fonte: FMI. Elaboração própria. Nota: “Q” = trimestre.

**Figura 2 – Indicadores de LM (2) – *Episódios* e Influxos de capitais brutos para os países emergentes (em porcentagem do PIB)**



Fonte: FMI (2011). Nota: Composição dos fluxos: vermelho - IC; verde - ID; amarelo - OI. Os três retângulos beges representam os três ‘surtos de recursos’ nos países periféricos.

### 3. Constituição histórica da periodicidade dos ciclos de LM nos anos 2000

A LM, no início do século XXI, apresentava-se baixa e em queda (Figura 2), com forte instabilidade nos mercados financeiros, sobretudo, em função das crises na Rússia (1998), no Brasil (1999), na Turquia (2001) e na Argentina (2002). Somam-se a essas as fraudes contábeis de empresas nos EUA e os atentados de 2001. Esse cenário teve como consequência uma maior preferência pela liquidez dos aplicadores, resultando na demanda por ativos mais “seguros”, como os envolvendo moedas dos países centrais. Assim, o período é de queda da LM, com redução, principalmente, dos fluxos em IC e OI para os periféricos (Figura 2).

A partir desses acontecimentos constata-se 3 períodos distintos da LM nos anos 2000-2011 (Quadro 1) (Corrêa & Pereira, 2016), e 4 de 2011 a 2019 (Quadro 3).

#### Quadro 1 – Periodicidade da LM nos anos 2000-2011

- |   |
|---|
| <p>(i) 2002T4-2008T3 – Período de alta liquidez, em que se destaca o crescimento dos países periféricos da Ásia, da América Latina (América L.) e da Europa, em conjunto com o também crescimento dos países centrais e com o forte aumento no preço das <i>commodities</i>.</p> <p>(ii) 2008T4-2009T2 – Período de retração de recursos e de ‘fuga para a qualidade’. Observa-se forte saída de capitais dos países periféricos e o espraiamento da crise <i>subprime</i>, sobretudo para os países periféricos da Europa: Grécia, Portugal, Irlanda, Itália, Espanha.</p> <p>(iii) 2009T3-2011T3 – Novo período de liquidez. A partir do momento em que os Estados Unidos adotam uma política expansionista para contrarrestar a crise e reduz drasticamente os juros do país, observa-se uma nova injeção de liquidez e a queda geral das taxas de juros nos países centrais, que define uma “volta do apetite pelo risco”, na medida em que os grandes capitais buscam, mais uma vez, os diferenciais de juros oferecidos pelos países periféricos.</p> |
|---|

Fonte: Elaborado a partir de Corrêa & Pereira (2016). Nota: “T” = trimestre.<sup>7</sup>

#### 3.1. Período 2002T4-2008T3

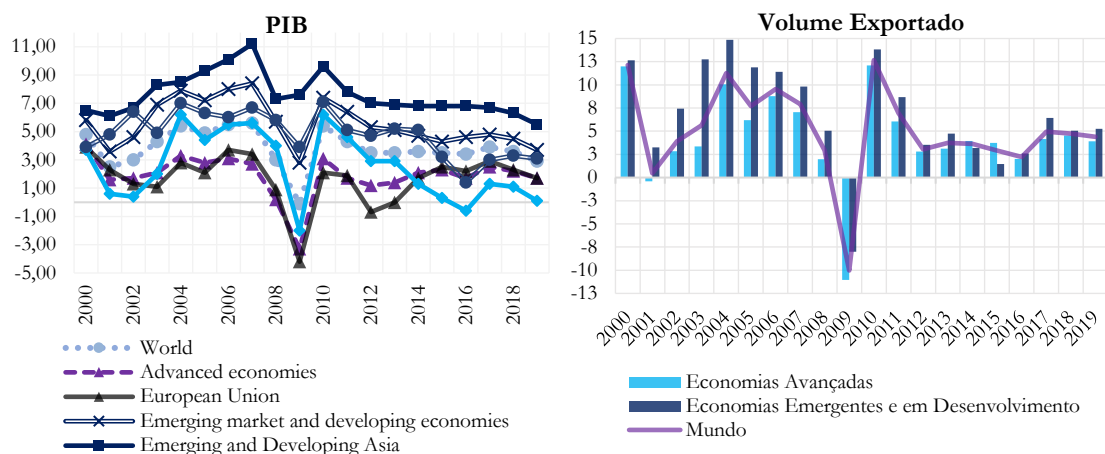
A partir de 2003 abriu-se uma nova fase de (alta) liquidez (Figuras 1 e 2), que durou, aproximadamente, até o 2º semestre de 2007. Essa fase de liquidez caracteriza-se por um período de crescimento vigoroso e coordenado da maioria das economias, sobretudo, o elevado crescimento da China e do comércio mundial (Figura 3). No caso dos países centrais, é uma fase de expansão, de facilidade de acesso a recursos e de busca por aplicações mais rentáveis e arriscadas. Os países da América do Sul, nesse período, também apresentaram

<sup>7</sup> Mais conhecida como crise do subprime, a crise financeira de 2008 se iniciou no mercado hipotecário norte-americano de alto risco e contaminou os demais ativos e economias do mundo, principalmente após a falência do banco de investimentos Lehman Brothers (Cunha, Prates & Da Silva Bichara, 2009).



taxas de crescimento elevadas, beneficiados pela expansão do comércio internacional de *commodities* (Figura 4).

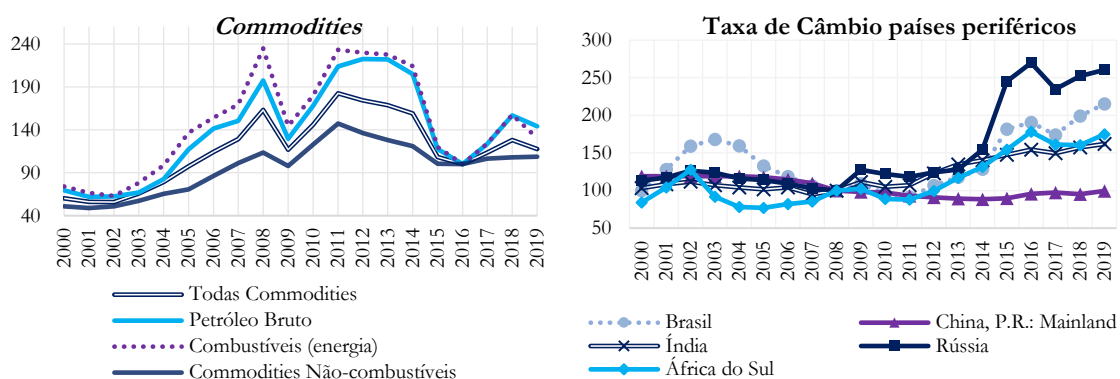
**Figura 3 – Taxa de crescimento (%) anual do PIB e do volume exportado de bens e serviços**



Fonte: FMI. Elaboração própria.

O crescimento do “apetite pelo risco” nesses anos – como pode ser visto pelo índice VIX<sup>8</sup> – proporcionou um forte ingresso de recursos nos países periféricos, sobretudo em IC e para os países com mercados financeiros mais dinâmicos e maiores diferenciais de juros, como o Brasil (Figura 6).

**Figura 4 – Índices de preços das *commodities* e índices de taxas de câmbio nominais (moeda nacional por dólar/EUA)**



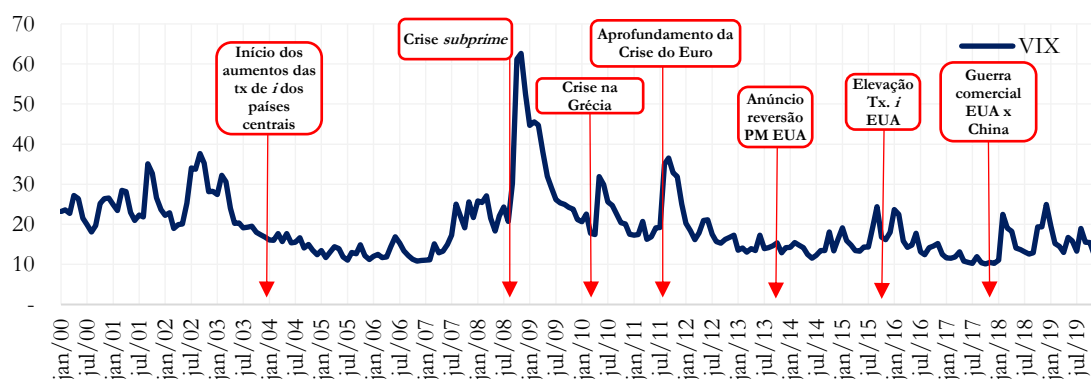
Fonte: FMI e OCDE. Elaboração própria.

<sup>8</sup> O índice VIX (índice de volatilidade da *Chicago Board Options Exchange* - CBOE) capta a expectativa dos agentes em relação à volatilidade do mercado acionário norte-americano. Assim, quanto menor esse índice, pode-se dizer que menor é a preferência pela liquidez dos agentes, e vice-versa.



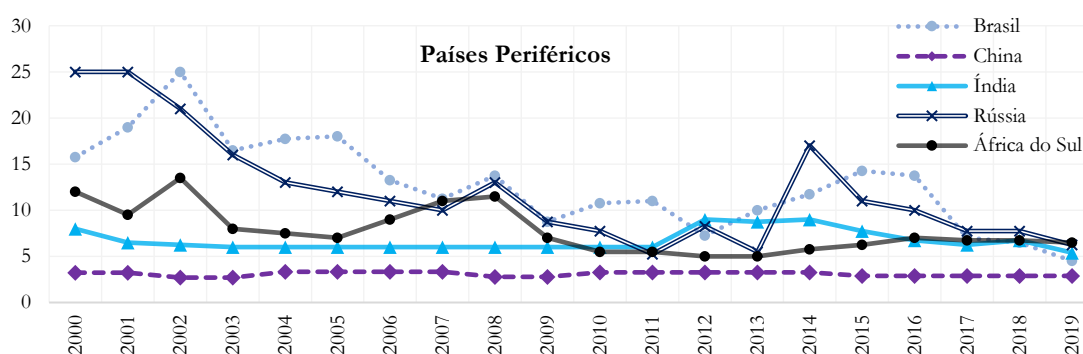
Um elemento importante a comentar é que essa fase de expansão não é monolítica. Até 2004 se observa uma queda das taxas de juros (doravante TJ) dos países centrais, puxada pela dinâmica da TJ dos EUA. A partir daí, há um aumento contínuo dessas taxas, até 2007. A mudança da trajetória dessas, em 2004, gerou impactos significativos, mas que não foram suficientes para contrapor as expectativas positivas dos agentes sobre a economia e o momento de elevada liquidez. Esse movimento pode ser observado pela dinâmica do índice VIX (Figura 5), em que há uma tendência de queda da percepção de risco dos agentes a partir de meados de 2003 até início de 2005, quando ele passa a apresentar maiores oscilações. A partir de 2007 as expectativas se revertem, com o aumento da incerteza e, seu acirramento no final de 2008, com a quebra do Lehman Brothers e percepção da gravidade da crise financeira iniciada.

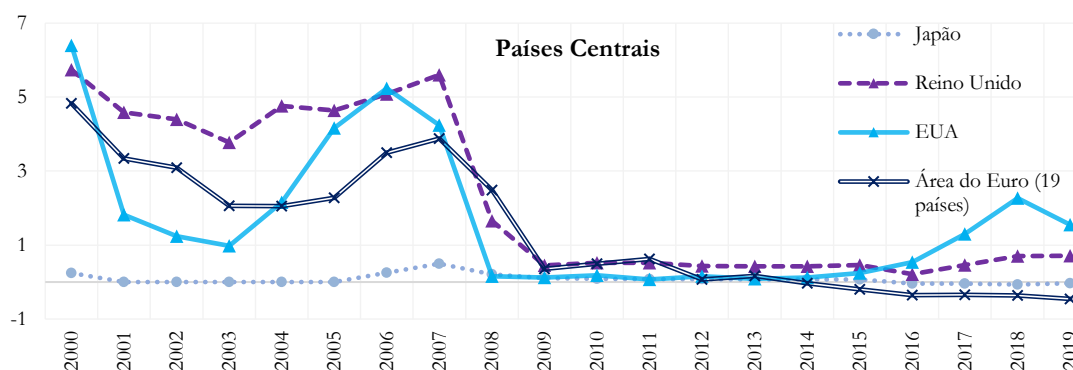
**Figura 5 – Índice de volatilidade VIX – média mensal do índice diário**



Fonte: CBOE. Elaboração própria.

**Figura 6 – Taxas de juros imediatas, Call Money, Taxa Interbancário (% ao ano)**





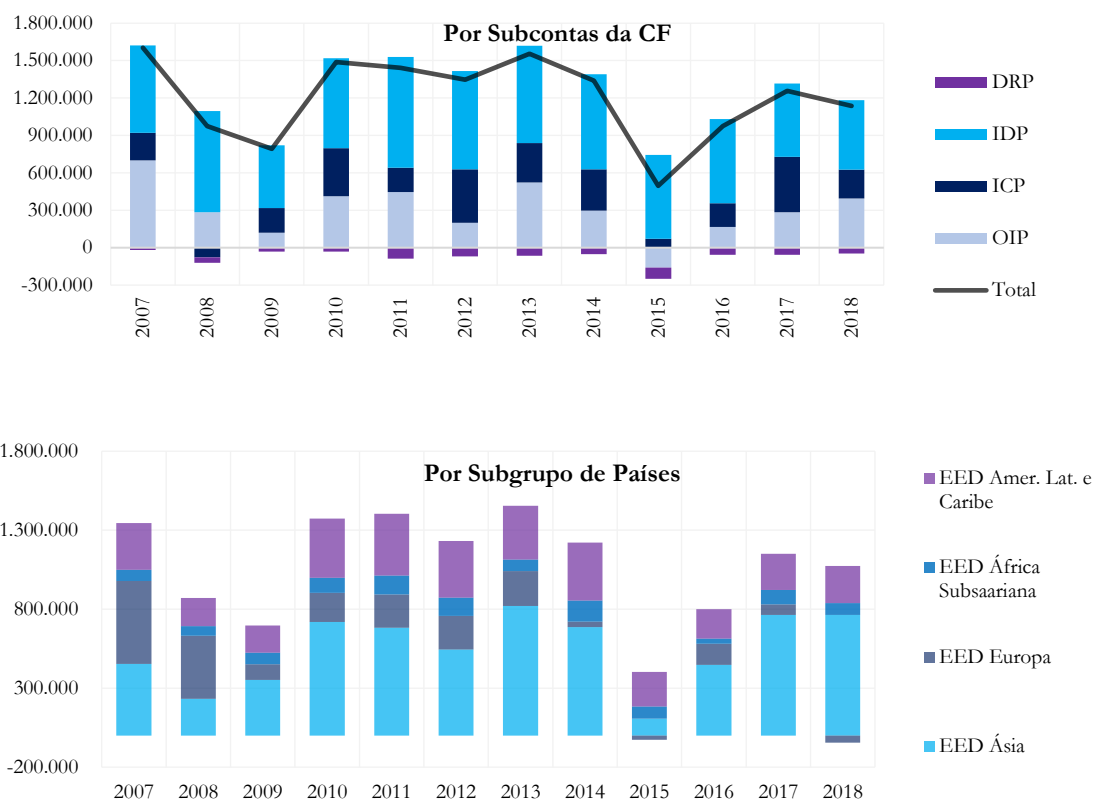
Fonte: OCDE. Elaboração própria.

### 3.2. Período 2008T4-2009T2

Os ingredientes do crescimento generalizado do crédito, retratado no período anterior, e posterior elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas de alto risco, em conjunto com a maior complexidade e opacidade das engenharias financeiras criadas, fizeram com que a economia mundial desaguasse na maior crise econômica desde 1929, a crise financeira mundial (Cintra & Farhi, 2008). De fato, entre o 3º trimestre de 2007 e o 1º trimestre de 2009, o período é de grande instabilidade mundial, com fraco crescimento das economias centrais e maior aversão ao risco dos investidores, acarretando numa forte fuga de capitais nos países periféricos, sobretudo dos EED da Ásia e América L., e pelas contas ICP e OIP.

De tal modo, vê-se que o 2º trimestre de 2007 (2007T2) foi o período em que mais países estavam em *Surto* (27 países) e *Episódio* de capitais (mais de 70% dos países considerados) nos anos analisados (Figura 1), ou seja, na eminência da crise financeira mundial a liquidez era elevada. Após a ocorrência dessa crise, o 1º trimestre de 2009 foi o período que demonstrou o menor número de países em *Surto* de capital (2 países), confirmando seu impacto na queda da LM – sendo que em 4 trimestres subsequentes o número de países em *Surto* de capital ficou abaixo da média e houve forte redução dos países em *Episódio* de capital.

**Figura 7 – Fluxos de capitais totais (passivo) para os países emergentes e em desenvolvimento (EED) por subgrupos e por contas (US\$ milhões) – dados anuais de 2007 a 2018**



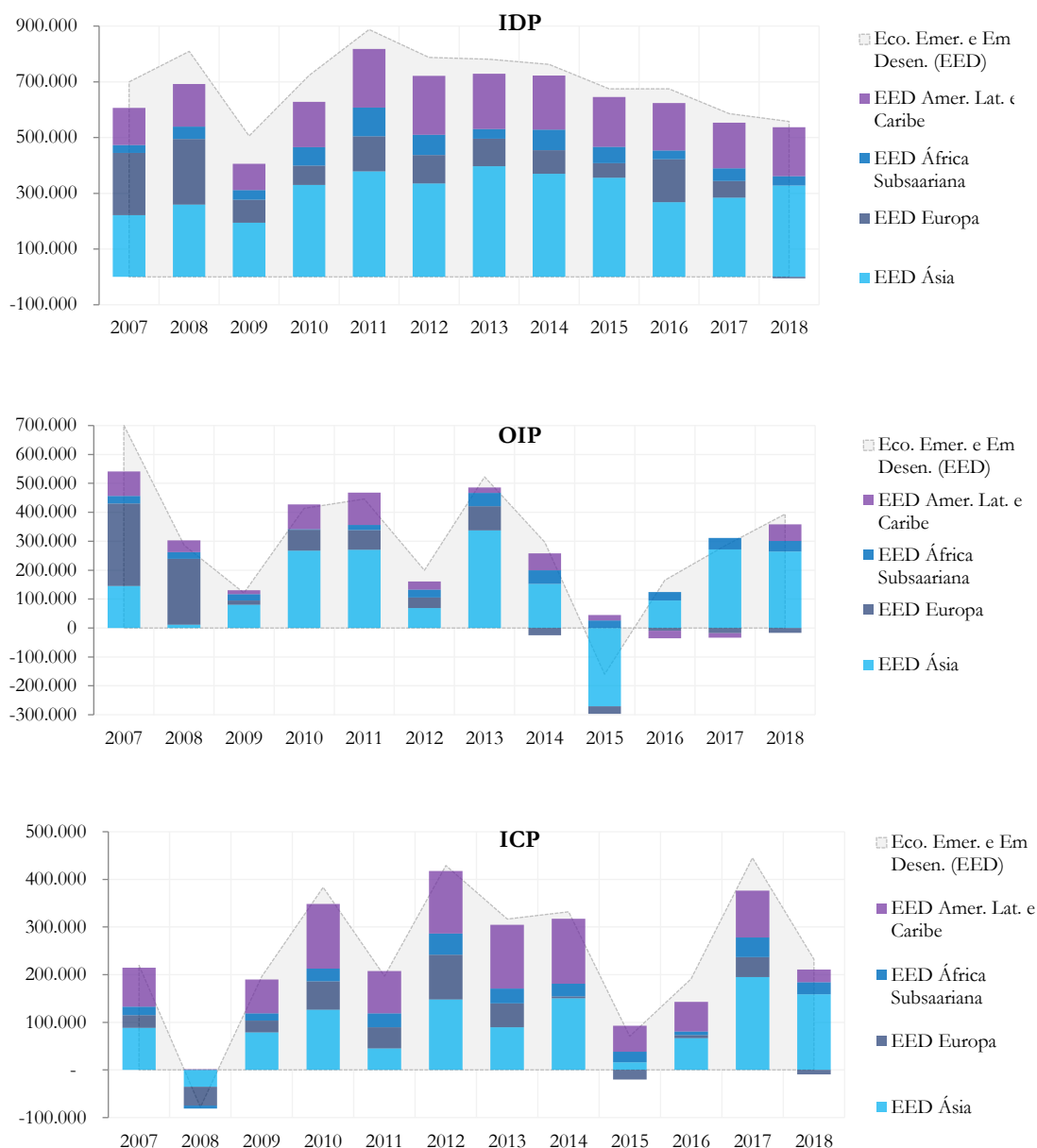
Fonte: FMI. Elaboração própria.

Entre os grupos de países EED, vê-se que os valores líquidos dos fluxos passivos em IC demonstraram acentuada redução para todos eles (Figura 8), apresentando efetiva fuga de capitais (valores negativos) dos EED da Ásia, Europa e África subsaariana (África S.), e pequeno valor positivo para os EED da América L. e Caribe, em 2008. Os fluxos em OIP também apresentaram contração para as EED em 2008, mas sendo essa mais efetiva em 2009, ao contrário dos ICP, que já demonstravam recuperação nesse ano.

Os fluxos em IDP, considerados mais estáveis, também apresentaram redução em 2009, demonstrando taxa de variação anual de -38%, em relação a 2008, com queda mais expressiva para os EED da Europa e América L. Quanto aos fluxos passivos totais para o grupo EED, houve quedas em 2008 e 2009, de US\$ 629 bilhões e US\$ 181 bilhões, respectivamente, sendo os fluxos de capitais para os EED em 2009 menor do que o ocorrente em 2008 (Figura 7).

A LM é renovada com as políticas de “*Quantitative Easing*”<sup>9</sup> iniciadas pelo governo dos EUA já no final de 2008, que tiveram como consequência, também, a queda da TJ básica dos EUA, e dos países centrais em geral.

**Figura 8 – Fluxos em OI, IC e ID Passivos, para as economias EED e seus subgrupos – valores anuais em U\$ milhões (2007 a 2018)**



Fonte: IMF. Elaboração própria.

<sup>9</sup> Os programas de *Quantitative Easing* (QE), promovidos pelo banco central norte-americano (*Federal Reserve – FED*), foram programas de aquisição de ativos que normalmente não são (todos) adquiridos pelo FED através de PM convencionais (*open market*). Estima-se que esses programas injetaram “cerca de US\$ 3,6 trilhões na economia americana por meio da compra de títulos lastreados em financiamentos imobiliários e *Treasuries*, quadruplicando o volume de ativos no balanço do FED” (Lellis Junior, 2015).

### 3.3. Período 2009T3-2011T3

As medidas adotadas pelos países centrais, retratadas anteriormente, renovaram o “apetite pelo risco”, provocando um aumento de recursos para os países periféricos, principalmente a partir de 2010 e para aqueles que, como o Brasil, apresentavam TJ mais elevadas. Isto é, nos momentos de elevação da liquidez, altos diferenciais de juros são fatores decisivos para o volume de capitais que o país (periférico) atrai, sobretudo em IC (Corrêa & Xavier, 2014). Destaca-se que além da injeção de liquidez dos países centrais impactar nas decisões dos agentes, o anúncio das medidas, por si só, já é capaz de causar fortes movimentos de capitais, evidenciando o caráter especulativo e volátil desses recursos que se destinam aos países periféricos.

Dessa forma, os estímulos de liquidez adotados pelos EUA, e a redução das TJ dos países centrais são essenciais para entender o rápido aumento do influxo de capitais para os países periféricos após a crise financeira (Figuras 7).

Todavia, como é visto pelo indicador de LM construído (Figura 1), a liquidez renovada com essas medidas é de magnitude inferior à ocorrida no período anterior (2003-2008), sendo essa mais relacionada às PM do que à economia produtiva. Assim, a partir da crise de 2008 o comércio internacional foi mais anêmico, principalmente pela fraca recuperação das economias da Europa – submetidas à severa política de ajuste fiscal –, pela lenta recuperação dos EUA e pelo menor crescimento da China. Do mesmo modo, essa é uma fase de redução dos preços das *commodities*, afetando as economias periféricas que têm maior relação com as vendas externas desses produtos.

A crise financeira mundial impactou, sobretudo, os bancos e as seguradoras, provocando, também, importante movimento de renegociação de dívidas nos países devedores da Zona do Euro, iniciando-se pelo caso da Grécia e expandindo-se para outros. Esse cenário, em conjunto com as políticas econômicas restritivas adotadas, gerou uma queda expressiva do crescimento desses países, que se somou à desaceleração dos EUA.

Assim, o final desse período, de parcial recuperação da LM após a crise do *subprime*, é encerrado com uma piora das condições fiscais dos bancos europeus, no final de 2011, que se mostraram insolventes, desaguando na crise dos países desse continente.

A crise financeira na Grécia, no início de 2010 (2010T1), provocou redução no número de países em *Surto* de capital em dois trimestres (abaixo da média), enquanto o aprofundamento da crise na Zona do Euro, no seu pior momento, em 2011T3, afetou a LM

por cinco trimestres (número de países em *Surto* de capital abaixo da média e redução dos países em *Episódio*), mas ainda de forma menos intensa do que a crise de 2008.

Para o período que se descortina a partir do final de 2011, têm-se quatro momentos qualitativamente distintos (Quadro 2). Após esse quadro resumo, os acontecimentos relatados que diferenciaram esses períodos e seus resultados sobre a economia mundial serão detalhados.

#### Quadro 2 – Periodicidade da LM nos anos 2011-2019

<p>2011T4 – 2013T2</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Período de menor LM, mas ainda elevada, dada as PM expansionistas no centro e, melhores condições em relação aos períodos subsequentes</li> <li>- Maior subida do índice VIX da série (no final de 2011) – após 2002 e com exceção da crise em 2008</li> <li>- Interrupção do crescimento das economias, após recuperação da crise do <i>subprime</i>, com problemas, sobretudo, nas economias da Zona do Euro</li> <li>- Estabilização do crescimento das economias em desenvolvimento em um menor patamar</li> <li>- Baixo crescimento do comércio internacional, elevada fragilidade e volatilidade dos mercados e piora da vulnerabilidade das economias EED</li> <li>- Permanência das baixas taxas de juros dos países centrais, com início da especulação quanto a reversão da PM norte-americana</li> <li>- Estabilização do preço das <i>commodities</i>, mas num alto nível</li> </ul>
<p>2013T3 – 2015T4</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Redução da LM e aumento da instabilidade, com a sinalização da possível reversão da PM nos EUA, ainda que amenizada pela manutenção das baixas TJ em outros países centrais</li> <li>- Início da recuperação dos países desenvolvidos, puxada, em sua maioria, pelo Japão e economias europeias</li> <li>- Crises e/ou menor ritmo de crescimento em Brasil, Rússia, África do Sul e China</li> <li>- Aumento da incerteza, volatilidade dos fluxos de capitais e demanda por dólar</li> <li>- Elevada queda dos fluxos de capitais para os países EED, principalmente em ICP e OIP</li> <li>- Queda aguda dos preços das <i>commodities</i> e desvalorização das moedas dos países EED</li> <li>- Fortalecimento do dólar</li> <li>- Forte subida do VIX em 2015</li> <li>- Início da elevação da TJ dos EUA</li> </ul>
<p>2016T1 – 2017T4</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Manutenção das baixas taxas de juros nas economias centrais</li> <li>- Pequena melhora da LM, mas abaixo dos últimos anos</li> <li>- Redução do índice VIX</li> <li>- Melhora do comércio internacional</li> <li>- Esse período marca o primeiro ano (2017), desde 2011, que o crescimento econômico estimado para os principais grupos de países foi superior às projeções</li> <li>- Recuperação lenta e desequilibrada entre agentes, setores e regiões, e nível de crescimento inferior ao da primeira década dos anos 2000</li> <li>- Pequena subida dos preços das <i>commodities</i></li> <li>- Melhora dos fluxos de capitais para os EED apenas em OIP e ICP, mas abaixo dos níveis anteriores</li> <li>- Início do <i>Brexit</i></li> <li>- Desconexão entre preços dos ativos e valor de mercado</li> <li>- Elevação da incerteza e possibilidade de não manutenção do crescimento</li> </ul>
<p>2018T1 – 2019T4</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Início da guerra comercial/tecnológica entre EUA e China</li> <li>- Frustração dos prognósticos de crescimento (principalmente da América L.) e de reversão das políticas de afrouxamento monetário</li> <li>- Queda expressiva e progressiva da LM no tempo, indo para o pior nível dos último 20 anos</li> <li>- Problemas e dificuldades quanto ao <i>Brexit</i></li> <li>- Elevação do índice VIX</li> <li>- Renovação do movimento de depreciação das moedas periféricas</li> <li>- Queda nos preços das <i>commodities</i></li> <li>- Medidas protecionistas e disputas geopolíticas (especialmente entre os EUA e o Irã, e deterioração adicional nas relações entre aquele primeiro e seus parceiros comerciais)</li> </ul>

- Moderação do crescimento dos EUA - Aumento da agitação social em vários países – devido à deterioração da confiança nas instituições tradicionais e à falta de representação nas estruturas governamentais
---

Fonte: Elaboração própria.<sup>10</sup>

### 3.4. Período 2011T4-2013T2

O período retratado é de redução do crescimento econômico, do comércio e da LM, maior fragilidade e volatilidade dos mercados financeiros e piora da vulnerabilidade das economias EED, mas situação melhor do que nos períodos subsequentes.

Nesse período, as economias desenvolvidas demonstram crescimento anêmico, com a recessão na Zona do Euro<sup>5</sup> e menor patamar de crescimento das economias em desenvolvimento. O indicador de LM evidencia a queda dessa (Figura 1), mas, devido às políticas de *quantitative easing* e às baixas TJ nas economias centrais, a liquidez manteve-se elevada, ainda que com alta instabilidade, como pode ser visto pelo índice VIX (Gráfico 1).

Nesses anos, todas as projeções de crescimento para o mundo e as economias EED feitas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), para cada ano subsequente, foram frustradas, exceto em 2012 para as Economias Avançadas.

A piora da economia mundial já se apresentava em meados de 2011, com o risco de agravamento deste cenário a partir do 1º semestre de 2012 (UNCTAD, 2012), em função da situação das economias da Zona do Euro, com os possíveis riscos de contágio e a anemia das demais economias (FMI, 2012). Esses acontecimentos ensejaram no aumento do grau de incerteza dos aplicadores financeiros, em que o índice VIX apresentou intensa subida e atingiu valor recorde em setembro de 2011, em relação aos anos 2000, sendo inferior apenas ao ano de 2002 e à crise em 2008.

As medidas para conter a crise na Europa – contração dos gastos do governo e flexibilização do mercado de trabalho – levou à drástica redução dos salários, e a lenta recuperação dos EUA, associada ao risco de contágio com a piora das economias europeias – por conta da ligação entre esses sistemas financeiros – reforçaram o agravamento desse cenário (UNCTAD, 2012).

A queda do comércio internacional e a redução dos preços das *commodities* (Figuras 3 e 4) exigiu das economias periféricas uma reação, que ocorreu via mercado interno para algumas dessas. Entretanto, as medidas adotadas nas economias EED, ainda que

<sup>10</sup> *Brexit*: Saída do Reino Unido da União Europeia.



importantes, não foram suficientes para compensar aquele cenário, demonstrando a contínua vulnerabilidade desses países às economias do centro (UNCTAD, 2013; FMI, 2013). Todavia, quando o Banco Central Europeu decidiu liberar liquidez para os bancos em dificuldade, observou-se uma melhora da LM (em meados de 2012), como com a recuperação do indicador de LM, que anteriormente demonstrava tendência de queda (Figuras 1 e 5).

O final desse período é de estabilização do crescimento das economias EED – principalmente as asiáticas –, mas em patamar inferior ao visto na década anterior, com a manutenção da centralidade da China (FMI, 2013). Ao mesmo tempo, as condições financeiras eram de paulatina deterioração, acentuadas pela redução dos preços das *commodities* (ainda que mantidas num elevado patamar).

Quanto os fluxos de capitais para os países periféricos, em 2011, a redução mais expressiva foi da conta ICP, e, 2012, da OIP (Figura 8). Destaca-se o maior impacto desses movimentos sobre os EED da Ásia.

As PM expansionistas das economias centrais não surtiram efeitos sobre a expansão do crédito e da demanda agregada, em que as políticas fiscais contracionistas e a compressão salarial reforçaram essa dinâmica, no sentido de prejudicar o crescimento econômico. Um sistema financeiro sem reformas e acanhadas políticas macroeconômicas também dificultavam as condições das economias EED, com persistência do predomínio das atividades financeiras sobre as produtivas (UNCTAD, 2013).

Desta forma, o período retratado é de redução da LM (Figura 1), mas ainda farta, dado os estímulos monetários, e instável, frente à piora do crescimento dos países desenvolvidos, principalmente as economias da Zona do Euro, e com elevação do endividamento dos agentes e maior incerteza quanto ao futuro.

Por fim, a maior demanda privada nos EUA, a contração fiscal e o risco de elevação da sua dívida e suas repercussões, levaram esse país a repensar sobre os estímulos monetários, em que os investidores estavam cada vez mais certos dessa inflexão, que provocaria repercussão em todos os mercados (FMI, 2013) e, para o que mais nos interessa, uma fuga de capitais para os países centrais.

### 3.5. Período 2013T3- 2015T4

O anúncio do FED no 3º trimestre de 2013, de que poderia iniciar o processo de redução dos estímulos monetários (*tapering*<sup>11</sup>) reverberou nas expectativas dos mercados, que na tentativa de antecipar as mudanças nas TJ alteraram seus portfólios, demandando dólar e causando a desvalorização das moedas dos países periféricos (Prates & Cunha, 2014).

Todavia, a partir de meados de 2014, a economia mundial parecia apresentar pequena melhora, principalmente por conta da recuperação dos países desenvolvidos, mais especificamente, das economias europeias, com uma PM mais branda. O melhor desempenho dessas economias pesou na (pequena) recuperação do comércio mundial, ainda que os desequilíbrios internos nos EED permaneciam. Para os países da América L. e economias em Transição, o cenário é outro, com desaceleração do crescimento, sobretudo das suas principais economias (FMI, 2014; UNCTAD, 2014). A Rússia, por exemplo, sofreu uma forte pressão cambial entre o final de 2014 e início de 2015 (Rodionov et al., 2015).

Assim, esta inversão – recuperação das economias da Zona do Euro e piora da América L. – e expectativa de reversão da PM dos EUA são as marcas do período analisado. Outros movimentos correlatos são o início da queda dos preços das *commodities* e redução da LM com esses fenômenos (Figura 1).

Neste cenário, a fragilidade e o risco à baixa nos mercados eram presentes, com alta alavancagem e endividamento em moeda estrangeira nos países EED, e ativos sobre pressão caso a TJ subisse mais que o esperado, além de uma maior volatilidade nos mercados financeiros e dos fluxos de capitais, dado a retirada dos estímulos monetários (FMI, 2014).

Já em 2015, as expectativas de retomada do crescimento eram menos otimistas, com: atividade econômica mais fraca; forte retração das economias da América L. e revisão para baixo das expectativas de crescimento dos exportadores de matérias-primas (UNCTAD, 2015; FMI, 2015). Nesse período, todos os grupos de países apresentaram crescimento abaixo da expectativa projetada pelo FMI, exceto os EED da Ásia.

A percepção de risco nos mercados financeiros também se elevou em 2015, em função da incerteza quanto à condução da PM dos EUA (FMI, 2015). O índice VIX, que apresentava melhora e mais estável desde 2013, demonstrou reversão da sua tendência no final de 2014, elevando-se, sobretudo, no 2º semestre de 2015, a partir da reversão da PM

---

<sup>11</sup> Nome dado ao processo de retomada gradual da política monetária padrão nos EUA.

dos EUA – após sete anos de permanência da TJ próxima a zero –, o que marca o final do período analisado. Todavia, a mera expectativa e sinalização dessa mudança já havia incitado a realocação de portfólio dos aplicadores financeiros, provocando maior instabilidade nos mercados EED desde meados de 2013 e forte redução da LM em 2014. A partir da majoração da referida taxa, ainda, a desvalorização das moedas periféricas passou a ser aguda, juntamente com a queda do preço das *commodities*.

Com isso, a CFP (ICP+IDP+OIP+DRP) dos EED, que já havia demonstrado redução em 2014 (queda de 214 bilhões, em relação a 2013), em 2015, apresentaram menor nível de entrada da série (com redução de 844 bilhões, em relação a 2014), inferior aos valores ocorrentes em 2008 e 2009 (em plena crise financeira), com destaque para o elevado saldo negativa da conta OIP dos EED da Ásia (- U\$ 270 bilhões).

Esses movimentos evidenciam a queda da LM. Enquanto o anúncio de possível reversão da PM dos EUA, em 2013T3, impactou em um único trimestre no número de países em *Surto* de capitais (número de países em *Surto* abaixo da média) e praticamente não ocasionou em queda do indicador de LM, o impacto da reversão da TJ (de fato) parece ter sido antecipada, com a redução dos países em *Surto* desde o final de 2014, com impactos progressivamente maiores ao se aproximar da efetivação daquela política (no final de 2015). Nesse interim, em 7 trimestres o número de países em *Surto* de capital esteve abaixo da média, em que esse evento também ocasionou uma forte redução no nível de LM (Figura 1).

Destarte, o final deste período é caracterizado por uma economia global ainda frágil, com baixo crescimento – risco de crise no Brasil, Rússia e África do Sul e queda de dinamismo da China – e piora do cenário externo (marasmo no comércio internacional e segundo ano de queda do preço das *commodities*) (UNCTAD, 2016).

### **3.6. Período 2016T1-2017T4**

A economia em 2016 permanecia frágil, com baixo crescimento, principalmente dos países desenvolvidos, e receio de piora dos EED. As desigualdades sociais eram maiores do que em 2008, em que os mercados financeiros permaneciam sem grandes reformas, e as empresas não financeiras ainda mais endividadas (UNCTAD, 2016; FMI, 2016).

Desde a sinalização de redução das políticas de afrouxamento quantitativo dos EUA no final de 2013, os fluxos de capitais apresentavam-se mais voláteis, em que a possibilidade

de fuga de capitais ameaçava até os EED mais robustos – como o caso da China, que teve que reforçar seus controles de capitais em 2016 (UNCTAD, 2017).

No início desse período (2016), os EUA apresentaram desaceleração da sua recuperação (pior desempenho econômico na década de 2010), com a desintoxicação do sistema bancário, elevado endividamento das famílias e dificuldade dos exportadores com o fortalecimento do dólar (UNCTAD, 2016).

A recuperação da Zona do Euro parecia fracassada, apresentando anêmica demanda doméstica, problemas de crise migratória e dúvidas sobre o futuro da integração europeia com o *Brexit* (UNCTAD, 2016).

A persistência da fraca demanda nas economias desenvolvidas sufocava o crescimento da economia global, em que pese a queda dos salários (UNCTAD, 2016) e o enfraquecimento do comércio internacional, que permanecia no marasmo pelo quinto ano consecutivo – ainda que as tendências protecionistas estivessem sob controle. Esse cenário penalizava, particularmente, os exportadores de *commodities* (UNCTAD, 2016).

O ano de 2017, entretanto, é marcado pela melhora do crescimento dos países desenvolvidos e recuperação das economias EED que estavam com problemas. Desde 2011, este foi o primeiro ano em que os crescimentos estimados (pelo FMI) foram superiores às projeções. Todavia, a maioria dos países ainda não tinha retomado sua trajetória de crescimento sustentado, com recuperação lenta e desequilibrada entre agentes, setores e regiões (UNCTAD, 2017). Essa pequena melhora reflete e é refletida na elevação do preço das *commodities* – ainda que em patamar abaixo do apresentado no início dos anos 2000 –, e na volta da expansão do comércio internacional, mesmo que tímida. O índice VIX, também, que sinalizava maior instabilidade do início de 2016, logo converte-se numa tendência de redução e menor oscilação até final de 2017.

A depreciação das moedas periféricas e a saída de capitais, todavia, que já era ocorrente, apresentava risco de intensificação, em virtude de movimentos com o intuito de antecipar os prováveis aumentos da TJ dos EUA, sobretudo pela existência de operações de *carry trade* (UNCTAD, 2018).

Em 2017, os fluxos internacionais de capitais mostravam recuperação, mas modesta e frágil, com forte possibilidade de reversão, em que já no início de 2018 as economias EED experimentaram aguda fuga dos fluxos em carteira (UNCTAD, 2018).

A taxa de variação anual da CFP dos EED foi positiva em 2016 (+97%) e 2017 (+29%), após forte queda desses fluxos em 2015. Todavia, ela foi negativa para os EED da África S. (-57%) e América L. (-15%) em 2016, e para os EED da Europa em 2017 (-50%).

Destarte, o período retratado é de pequena melhora da LM – ainda que em nível abaixo dos períodos anteriores –, principalmente em função da recuperação das economias.

### 3.7. Período 2018T1-2019T4

Os prognósticos de crescimento feitos pelas instituições de previsão em 2017 foram frustrados já em 2018. Com isso, as expectativas dos *policy makers*, de reversão das PM frouxas, tiveram que ser abortadas, dando lugar à discussão de quando ocorreria essa inversão, sua velocidade e horizonte (UNCTAD, 2018).

Desde março de 2018, o aumento da TJ norte-americana, o fortalecimento do dólar e o início da disputa comercial entre EUA e China proporcionaram uma forte reversão dos fluxos em carteira em vários países EED (Figura 8) (FMI, 2018).

Nesse período, a queda da liquidez foi expressiva e progressiva no tempo, indo para o pior nível dos últimos 20 anos (Figura 1)<sup>12</sup>. O índice VIX exibiu forte aumento já no início de 2018, e manteve essa trajetória e alta instabilidade no período. Concomitante ocorreu à queda do preço das *commodities* e à frustração quanto ao crescimento das economias, sobretudo das EED da América L. em 2019.

Turquia e Argentina – devido a questões específicas de cada país, somada às suas vulnerabilidades externas –, experimentaram acentuada desvalorização das suas moedas. A Argentina, ao recorrer ao FMI, causou preocupações quanto à saúde dos seus bancos domésticos, promovendo uma ansiedade extra quanto à possibilidade de transbordamento desses problemas para outros países periféricos (FMI, 2018).

Apesar da instabilidade presente nos mercados financeiros internacionais e nas economias, a manutenção das baixas TJ em muitos países centrais impedia uma queda ainda

---

<sup>12</sup> Essa elevada queda da liquidez, de acordo com os cálculos que realizamos, pode estar superestimada pela própria metodologia utilizada, uma vez que a recuperação dos fluxos de capitais em 2017 poderia constituir *Episódios* de capitais se houvesse melhora no ano de 2020. Todavia, esse provavelmente não foi o caso, dada a Pandemia da Covid-19.

pior da liquidez, em que a redução das PM expansionistas nesse momento poderia agravar drasticamente as condições financeiras (FMI, 2018).

O Banco Central Europeu, que tinha anunciado sua intenção de encerrar o programa de compra de títulos até final de 2018 – com as projeções de inflação nessa região –, resolveu manter as baixas TJ pelo menos até o verão de 2019, tendo em vista a redução do ritmo de crescimento econômico (FMI, 2018).

O risco poderia elevar-se por vários fatores, dentre eles têm-se: i) crescente preocupação a respeito da resiliência dos mercados EED mais frágeis a eventos externos, principalmente aqueles países com poucas reservas internacionais; ii) aumento das tensões comerciais e políticas, sobretudo com a disputa comercial/tecnológica entre China e EUA e as possíveis sanções exercidas por esse último ao Irã, com o rompimento do acordo nuclear<sup>13</sup>; iii) aumento da incerteza quanto ao *Brexit*; iv) normalização das PM nos países centrais mais rápida que o previsto; v) elevado endividamento, sobretudo dos agentes não-financeiros – que estava em 250% do PIB, comparado a 210% do PIB em 2008 (FMI, 2018).

Por este cenário, o ambiente externo continuava desafiador, em que os países EED tinham grandes chances de enfrentarem fortes saídas de capitais, caso houvesse acentuada piora no risco global (FMI, 2018).

A estrutura financeira mundial, após a crise de 2008, sofreu fortes mudanças, principalmente em referência à liquidez, que tem se apresentado mais segmentada, a depender da plataforma de negociação, e altamente condicionada pelos investidores institucionais (mais influenciados por *benchmarks*) e bancos centrais (menos sensíveis a movimento de preços) (FMI, 2018 e UNCTAD, 2018). A maior participação dos investidores institucionais também está relacionada aos mercados de dívida soberana dos países EED, em que pese o caráter daqueles, mais voláteis e mais sensíveis às condições globais (FMI, 2018).

Com isso, em 2018, viu-se uma redução da CFP dos EED (-10%), em relação a 2017. Essa queda foi mais forte para os EED da Europa (-168%), mas, também ocorrente para os EED da África S. (-18%). O que não foi o caso dos EED da Ásia (+0,042%) e América L. (+3%).

---

<sup>13</sup> Trump anunciara a saída dos EUA do acordo nuclear com o Irã em maio de 2018, falando, também, da retomada de sanções contra esse país (G1, 2018).

As economias desenvolvidas e o comércio mundial, que ensaiavam uma recuperação, voltaram a apresentar sinais de anemia já em 2019. A suspensão na normalização monetária é um retrato disso, em que, por outro lado, novas rodadas de afrouxamento monetário seriam evitadas dada a possibilidade de agravamento da vulnerabilidade presente no sistema com essas medidas (UNCTAD, 2019). Esse movimento fortaleceu os fluxos de portfólio para os países EED – principalmente para fundos de títulos – que estavam em forte baixa (FMI, 2020).

Assim, esperava-se que o crescimento mundial em 2019 fosse o menor desde a crise financeira internacional – ainda que amenizado pelas políticas monetária e fiscal expansionistas dos EUA e China (FMI, 2019) –, com a desaceleração também das economias em desenvolvimento, principalmente as da América L. (UNCTAD, 2019), e crescimento da China abaixo do padrão dos últimos anos. Os preços das *commodities* pareciam estar menos voláteis, mas abaixo dos máximos alcançados nos últimos anos (UNCTAD, 2019).

Os movimentos cambiais, da mesma forma, intensificaram nesse cenário, graças, também: às situações cambiais críticas de Turquia e Argentina; à volatilidade dos fluxos de capitais para os EED, por conta da incerteza quanto as políticas dos países desenvolvidos e as perspectivas mais brandas de crescimento daqueles; e iniciativas dos EUA para manter o dólar competitivo (UNCTAD, 2019).

No quarto trimestre de 2019, todavia, houve uma melhora no cenário econômico mundial, sugerindo um menor conjunto de riscos para a baixa da atividade global. Havia expectativas favoráveis sobre a possibilidade de negociação entre Estados Unidos e China (previsão da "primeira fase" do acordo comercial com os EUA) – mais ainda incerta –, e devido a menos temores de um *Brexit* sem acordo (FMI, 2020).

O perfil de crescimento do grupo das economias EED reflete uma combinação entre projeção de recuperação das desacelerações profundas e baixo desempenho, e a desaceleração estrutural ocorrente na China (FMI, 2020).

No grupo de economias avançadas, a desaceleração foi generalizada, como esperado – principalmente, devido à moderação do crescimento dos Estados Unidos após vários trimestres em que o desempenho foi acima da tendência, e retorno a uma postura fiscal neutra, derivada da flexibilização das condições financeiras (FMI, 2020).

O aumento da agitação social em vários países também trouxe novos desafios – devido, em alguns casos, à deterioração da confiança nas instituições tradicionais e à falta de



representação nas estruturas governamentais –, assim como os desastres naturais – como os furacões no Caribe, as secas e incêndios florestais na Austrália, inundações na África Oriental e secas na África Austral (FMI, 2020).

Desse modo, o indicador de LM calculado demonstra forte tendência de queda nesse período, alcançando o menor nível da série, fechando uma década de progressiva piora das expectativas e do cenário econômico mundial, somadas a consecutivas frustrações quanto ao contorno desse cenário.

#### 4. Considerações Finais

Destarte, por meio da periodicidade e análise proposta, constatou-se que após a expansão da LM na primeira década do séc. XXI, essa é interrompida com a crise financeira mundial em 2008. Depois desse evento, a LM reduziu-se pouco a pouco, em conjunto com a frustração quanto a recuperação da economia global, em que a instabilidade aumentou gradativamente, ao mesmo tempo em que a manutenção das PM expansionistas nos países centrais, frágil recuperação das economias e a fraca demanda das famílias deu o tom do cenário mundial.

Assim, a periodicidade pode ser resumida da seguinte forma:

- i) após elevada instabilidade e inúmeras crises financeiras no final da década de 1990 e início dos anos 2000, a economia mundial embarca num período de crescimento vigoroso, acompanhado pela maioria dos países, em conjunto com uma elevada liquidez e expansão do comércio internacional;
- ii) a expansão do crédito e das inúmeras inovações financeiras (complexas, opacas e interligadas) naquele período, em conjunto com a livre movimentação dos capitais no globo e a baixa regulamentação, incitaram uma das maiores crises do capitalismo, iniciando-se no centro do sistema (EUA) e espalhando para as demais economias, com forte redução da LM;
- iii) logo após a crise do *subprime*, no final de 2009, o movimento é de recuperação da LM, sobretudo com a política de *quantitative easing* dos EUA;
- iv) já no final de 2011, com os problemas dos bancos europeus e com a crise na Zona do Euro, a LM é abalada e sofre redução em relação ao período anterior;
- v) após frágil recuperação das economias ao evento antecedente, a LM se estabiliza, mas num patamar inferior ao dos anos anteriores;

- vi) a possibilidade de reversão da PM dos EUA no final de 2013 volta a instabilizar os mercados mundiais, e a queda da liquidez é efetivada com a aproximação daquela inversão;
- vii) a partir da reversão da PM dos EUA a liquidez estabiliza-se num nível inferior aos dos últimos 20 anos, com pequeno sinal de melhora em 2017;
- viii) a partir de 2018, o nível de incerteza quanto à adoção de medidas protecionistas e o acirramento de disputas geopolíticas, principalmente envolvendo os EUA, afunda a LM de vez, que apresenta tendência declinante até o final do período analisado (2019).

Do mesmo modo, constatou-se que o índice de LM calculado, baseado nos fluxos de capitais para os países periféricos, acompanharam uma dinâmica mais geral, sendo fortemente influenciada por fatores externos àquelas economias, como a PM dos EUA e choques externos (captados pelo índice VIX). Observou-se, também, que essa dinâmica impactou de forma comum variáveis relevantes para as economias periféricas, como o caso das taxas de câmbio e de juros dessas, os preços das *commodities* etc. Assim, a contribuição do presente artigo é adicionar elementos para a compreensão da vulnerabilidade externa das economias periféricas, em conjunto com a apresentação de uma metodologia mais objetiva e quantitativa dos ciclos globais de liquidez.

## Referências

- Biancarelli, A. M. (2007). Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira. Tese de Doutorado (IE/UNICAMP).
- Cintra, M. A. M., & Farhi, M (2008). A crise financeira e o global *shadow banking system*. *Novos estudos*, CEBRAP, 82, p. 35-55. Doi: <https://doi.org/10.1590/S0101-33002008000300002>.
- Corrêa, V. P. (2006). Liberalização financeira e vulnerabilidade externa para os países que não têm moeda forte: uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira. Anais do XI Encontro Nacional de Economia Política, SEP.
- Corrêa, V. P., Mollo, M. L. R., & Biage, M. (2008). Vulnerabilidade do Mercado X Vulnerabilidade de País: discutindo as políticas liberais e a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil. Anais do XIII Encontro Nacional da Sociedade Brasileira de Economia Política, SEP.

- Corrêa, V. P., & Pereira, V. P. (2016). Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa questão no período pós 2008. In: Lastres, H. M., Cassiolato, J. E., Laplane, G., & Sarti, F. (Org.). *O Futuro de Desenvolvimento - Ensaios em homenagem a Luciano Coutinho*. 1ed.Brasília: Athalaia Gráfica e Editora, 1, p. 105-151.
- Corrêa, V. P., & Xavier, C. L. (2014). Modelo de crescimento, dinâmica do Balanço de pagamentos e fragilidades. In: Corrêa, V. P. (Org.). *Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro*. 1ed.São Paulo: Ed Fundação Perseu Abramo.
- Cunha, A. M., Prates, D. M., & Da Silva Bichara, J. (2009). O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. *Indicadores Econômicos FEE*, 37(1).
- Damasceno, A. O. (2007). Integração financeira internacional e crescimento econômico: uma crítica à abordagem convencional. In: *Economia e Sociedade*, Campinas: UNICAMP/Instituto de Economia, 16(2), p. 171 - 198, agosto. Doi: <https://doi.org/10.1590/S0104-06182007000200003>.
- Davidson, P. (1999). *Volatile financial markets and the speculator*. In: *Uncertainty, International Money, Employment and Theory*. Palgrave Macmillan, London, p. 276-295, 1999. Doi: [https://doi.org/10.1007/978-1-349-14991-9\\_21](https://doi.org/10.1007/978-1-349-14991-9_21).
- De Conti, B. M., Prates, D. M., & Plihon, D. (2014). A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, Campinas, 23(2), p. 341-372. Doi: <https://doi.org/10.1590/S0104-06182014000200003>.
- FMI (2007). *World Economic and Financial Surveys. World Economic Outlook. October 2007. Globalization and Inequality*. Washington (DC).
- FMI (2011). *Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible. Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department. In: consultation with Legal, Monetary and Capital Markets, Research, and other Departments*. Approved by Reza Moghadam.
- FMI (2012). *Perspectivas de la economía mundial. Enero 2012*. Washington (DC).
- FMI (2013). *Perspectivas de la economía mundial. Octubre 2013*. Washington (DC).
- FMI (2014). *Perspectivas de la economía mundial. Enero 2014*. Washington (DC).
- FMI (2015). *Perspectivas de la economía mundial. Enero 2015*. Washington (DC).

- FMI (2016). *Perspectivas de la economía mundial*. Enero 2016. Washington (DC).
- FMI (2018). *Global Financial Stability Report - A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?* Octubre 2018. Washington (DC).
- FMI (2019). *Perspectivas de la economía mundial*. Octubre 2018. Washington (DC).
- FMI (2020). *Perspectivas de la economía mundial*. Enero 2020. Washington (DC).
- Freitas, M. C. P., & Prates, D. M. (2001). A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e sociedade*, 10(2), p. 81-111.
- G1 (2018). Trump anuncia retirada dos EUA de acordo nuclear com o Irã. Disponível em:<<https://g1.globo.com/mundo/noticia/trump-anuncia-retirada-dos-eua-de-acordo-nuclear-com-o-ira.ghhtml>>. Acesso em fevereiro de 2022.
- Keynes, J. M. (1937a [2010]). Teoria alternativas da taxa de Juros. In: *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia*. Brasília: Ipea, 3. ed. p. 55-70.
- Keynes, J. M. (1937b [2010]). A teoria ex-ante da taxa de Juros, In: *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia*. Brasília: Ipea, 3. ed. p. 85-97.
- Lellis Junior, L. C. (2015). O impacto da *quantitative easing* americano no preço dos ativos brasileiros. Tese de Doutorado.
- Mehigan, C. (2018). *Measurement and Identification of Capital Inflow Surges Note by the Secretariat. Review of the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*. OECD.
- Munhoz, V. C. V. (2010). Vulnerabilidade externa no Brasil: Ensaio sobre Fluxos Internacionais de Capitais, Instabilidade Financeira e Controles de Capitais. Tese de Doutorado.
- Oreiro, J. L. (2011). Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. *Ensaio FEE*, 32(2).
- Prates, D. M., & Cunha, A. M. (2014). A Vulnerabilidade Externa em Tempos de Instabilidade: avaliando a liquidez e a solvência da economia brasileira entre 2007 e 2013. *Revista Economia & Tecnologia*, 10(3). Doi: <https://doi.org/10.5380/ret.v10i3.35806>.
- Rey, H. (2015). *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. *National Bureau of Economic Research*. Doi: <https://doi.org/10.3386/w21162>.

- Rodionov, D. G.; Pshenichnikov, V. V.; Zherebov, E. D. (2015). *Currency crisis in Russia on the spun of 2014 and 2015: causes and consequences*. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 207, p. 850-857. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.10.176>.
- UNCTAD (2012). *Informe sobre el comercio y el desarrollo (Panorama General)*. Naciones Unidas.
- UNCTAD (2013). *World Investment Report 2013: Global value chains: investment and trade for development*. United Nations.
- UNCTAD (2014). *Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2014 (Panorama General)*. Naciones Unidas.
- UNCTAD (2015). *Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2015. Hacia una arquitectura financiera internacional al servicio del desarrollo*. Naciones Unidas.
- UNCTAD (2016). *Trade and development report, 2016 (Overview)*. *Structural transformation for inclusive and sustained growth*. United Nations.
- UNCTAD (2017). *Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2017. Un new deal mundial como alternativa a la austeridad*. Naciones Unidas.
- UNCTAD (2018). *Current trends and challenges in the global economy*. In: *Trade and Development Report 2018: power, platforms and the free trade delusion*. United Nations.
- UNCTAD (2019). *Trade and development report, 2019 (Overview)*. *Financing a global green new deal*. United Nations.