

Dinâmica dos ciclos de liquidez mundial nos anos 2000-2019: uma proposição a partir de indicador calculado e análise de conjuntura

Henrique Ferreira de Souza (CEPES/IERI/UFU)

Vanessa Petrelli Corrêa (IERI/UFU)

Introdução

Partindo da perspectiva pós-keynesiana¹, de que os mercados não podem ser considerados eficientes na alocação de recursos, não há motivos para esperar que a abertura e a integração financeira das economias proporcionem o maior crescimento econômico (DAMASCENO, 2007). Muito pelo contrário, parte dos modelos de crescimento e as evidências empíricas evidenciam que os benefícios da plena mobilidade de capitais têm se apresentado de forma ilusória ou de difícil mensuração (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 e PRATES, 2001).

Nessa perspectiva, os países periféricos² 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 e 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”, que têm o potencial de reverter-se rapidamente.

Os fluxos internacionais de capitais comportam-se de maneira coordenada, ligados, preponderantemente, aos ciclos de liquidez mundial que, por sua vez, estão relacionados à dinâmica da política monetária dos países que têm moedas hegemônicas, especialmente a dos Estados Unidos (EUA), e a aversão ao risco dos agentes (PRATES e CINTRA, 2007; BIANCARELLI, 2007; REY, 2015). Concretamente, os ciclos de liquidez mundial são caracterizados pela alternância das fases de alta e baixa no volume das transações financeiras mundiais. 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/resultados positivos, vão paulatinamente intensificando suas operações em ativos considerados mais arriscados, inclusive

¹ 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).

O 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, 2010a e 2010b, DAVIDSON, 1999).

² 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. Os países periféricos possuem fragilidade financeira e monetária, sistema produtivo heterogêneo, dependência tecnológica acentuada e são de certa maneira subordinados, do ponto de vista político e militar” (DE CONTI, PRATES e PLIHON, 2014).

aqueles vinculados a moedas não aceitas como divisas (as moedas periféricas). Nessa fase acende o “apetite pelo risco” e é possível observar um crescimento dos fluxos financeiros interpaíses, até para as economias da periferia do sistema. Isso ocorre, com ainda mais força, na direção de mercados que apresentam grande potencial de rentabilidade, tanto pelo elevado diferencial de juros em relação aos países centrais, quanto pelos possíveis ganhos especulativos em mercados acionários. Já os momentos de baixa são iniciados pela reversão das expectativas, que passam a ser de uma conjuntura desfavorável. Nessa situação, há um aumento da percepção de risco e da preferência de liquidez dos agentes, deflagrando na chamada “fuga para a qualidade” (reversão abrupta dos capitais nos países periféricos), em que os detentores de capitais vão preferir dirigir seus recursos para ativos considerados mais seguros, especialmente para aqueles denominados nas moedas consideradas “divisas internacionais” (aceitos para a confecção de contratos internacionais), como o Dólar e o Euro. 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 que têm 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 da abordagem apontada acima, 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. Não que as condições internas sejam irrelevantes na atração de capitais, mas é que, mesmo no caso de os países apresentarem “bons fundamentos”, seguindo os preceitos do “novo consenso macroeconômico”³, os capitais se afugentarão a qualquer percepção de mudança no cenário externo. Ademais, em períodos de alta liquidez mundial 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., 2009; MUNHOZ, 2010).

Diferentes trabalhos têm levado em conta a perspectiva acima. No presente texto considera-se Corrêa e Pereira (2016) como ponto de partida para a análise da periodicidade da liquidez mundial nos anos 2000. Ainda assim, entendendo que os ciclos de liquidez exercem impacto relevante sobre as economias periféricas, o presente artigo tem como objetivo adicionar elementos para a construção da periodicidade da liquidez mundial nos anos 2000, por meio do cálculo de um indicador, relacionado aos fluxos de capitais dirigidos para os países periféricos⁴, e destacando os principais

³ 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.

⁴ 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 –

fatores por detrás dessa dinâmica da liquidez financeira mundial nos anos 2000, fortemente influenciada por elementos ligados às economias centrais.

Na construção da periodicidade da liquidez mundial, relaciona-se, de um lado, os períodos em que houve maior expansão dos fluxos de capitais para os países periféricos (em conjunto), ou seja, períodos de alta “liquidez nos mercados financeiros mundiais”, e, de outro, os períodos que houve redução dos capitais para essas economias, isto é, períodos de redução da liquidez mundial.

Dessa forma, inicia-se a análise da dinâmica da liquidez mundial 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 UNCTAD⁵.

Dessa forma, enquanto o “indicador de liquidez mundial” calculado 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.

1. Cálculo do indicador de liquidez mundial proposto

Para o cálculo do “indicador de liquidez mundial” foram utilizadas as rubricas do chamado “segundo nível de abertura da Conta Financeira (CF) do Balanço de Pagamentos (BP)” (CORRÊA, 2009). O “primeiro 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)⁶. Ao abrir essas contas, chega-se ao “segundo nível de abertura da CF”, referindo-se 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 (também chamados de *inflows*).

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 (um trimestre) de grande entrada de capitais. Essa entrada é calculada pelo soma do saldo trimestral do **Passivo** de cada uma das grandes contas

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, de forma que entende-se que essas diferentes classificações “carregam” visões de mundo distintas, mas que para os propósitos do nosso trabalho podem ser consideradas.

Assim, os ciclos de liquidez foram construídos com base nos dados de 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, Coreia, 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).

⁵ Fundo Monetário Internacional (FMI) e Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD).

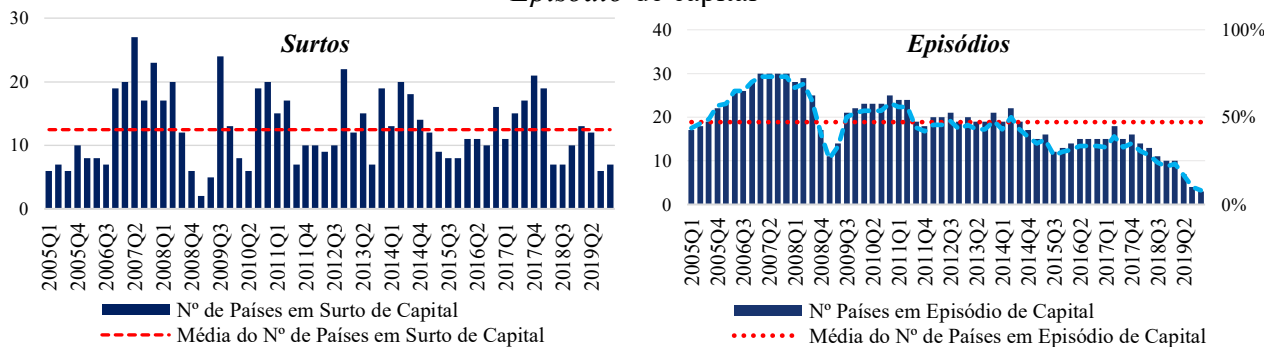
⁶ Na configuração do BP as “Reservas” (RS) também fazem parte da CF. Aqui estamos considerando a “CF - (menos) RS”.

componentes da CF (sem RS) dos países “Emergentes e Em desenvolvimento” (EED), ou seja: ID Passivo + IC Passivo + OI Passivo + DR Passivo, calculado por país – a soma dessas contas será chamada de Conta Financeira Passivo (CFP). Considera-se que está havendo um *Surto* quando esse somatório no trimestre for maior do que a tendência de longo prazo da CFP desse país – 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 visível é quando há *Surtos* consecutivos. Todavia, caso haja até quatro 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, após o cumprimento das regras expostas acima, quando o fluxo da CFP for menor que 1% do PIB. Do mesmo modo, o início do *Episódio* ocorre até o 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 *liquidez mundial* é constituída de períodos em que há um número significativo de países EED em *Episódio* de capital. Assim, chegamos ao resultado apresentado na Figura 1, onde é possível ver o número de países EED em *Surto* ou *Episódio* de capitais no interregno de 2005 a 2019.

Figura 1 – Indicador da Liquidez Mundial (1) – Número de países periféricos em *Surto* e em *Episódio* de capital



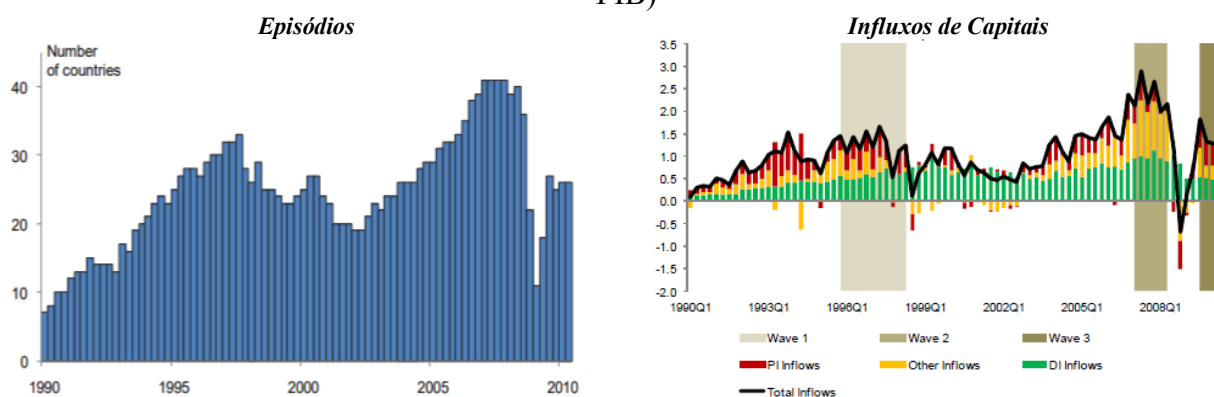
Fonte: FMI. Elaboração própria. Nota: O “Q” refere-se a *quarterly* (trimestre).

Para o período anterior ao ano de 2005 utiliza-se o cálculo dos ciclos de liquidez elabora pelo FMI (2011), que está apresentado na Figura 2⁷.

A partir desses cálculos, será construída a periodicidade dos ciclos de liquidez mundial de forma mais detalhada, na busca de explicar essa dinâmica a partir dos principais acontecimentos no mundo que impactaram as economias e os mercados financeiros internacionais.

⁷ 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 acesso aos dados antes de 2000 e, a necessidade de ter-se a tendência da série nos 20 trimestres precedentes para o cálculo do indicador.

Figura 2 – Indicador da Liquidez mundial (2) – Número de países (EED) em *Episódio* de capitais (primeiro período) – 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 bege representam os três 'surtos de recursos' nos países periféricos.

2. Constituição histórica da periodicidade dos ciclos de liquidez mundial nos anos 2000

O século XXI inicia-se acompanhado de um período de baixa e queda da liquidez mundial (Figura 2), com queda no volume de capital destinado aos países periféricos e 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 esses acontecimentos as fraudes contábeis envolvendo empresas norte-americanas (dotcom) e os atentados terroristas de 2001 (SOUZA, 2017). Esse cenário teve como consequência uma maior preferência pela liquidez e menor apetite pelo risco dos aplicadores, resultando na maior demanda por ativos considerados mais seguros/líquidos, como os envolvendo as moedas dos países centrais. Desta forma, o período é de queda da liquidez mundial, com queda, principalmente, dos fluxos em IC e OI para os periféricos (Figura 2).

A partir desses acontecimentos constata-se três períodos distintos da liquidez mundial nos anos 2000-2011 (Quadro 1) (CORRÊA e PEREIRA, 2016), e quatro de 2011 a 2019 (Quadro 3).

Quadro 1 – Periodicidade da liquidez mundial 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 e da Europa, em conjunto com o também crescimento dos países centrais e com o forte aumento no preço das <i>commodities</i>⁸.</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>⁹, 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 e Pereira (2016), compatibilizando com os dados do cálculo do indicador da liquidez mundial. Nota: "T" refere-se à trimestre.

⁸ "Um fato importante a mencionar é que o preço das *commodities* responde ao crescimento da demanda, mas também está fortemente relacionado ao direcionamento da liquidez crescente para aplicações em mercados futuros de *commodities*, que inflaram os seus preços" (CORRÊA e PEREIRA, 2016, p. 131).

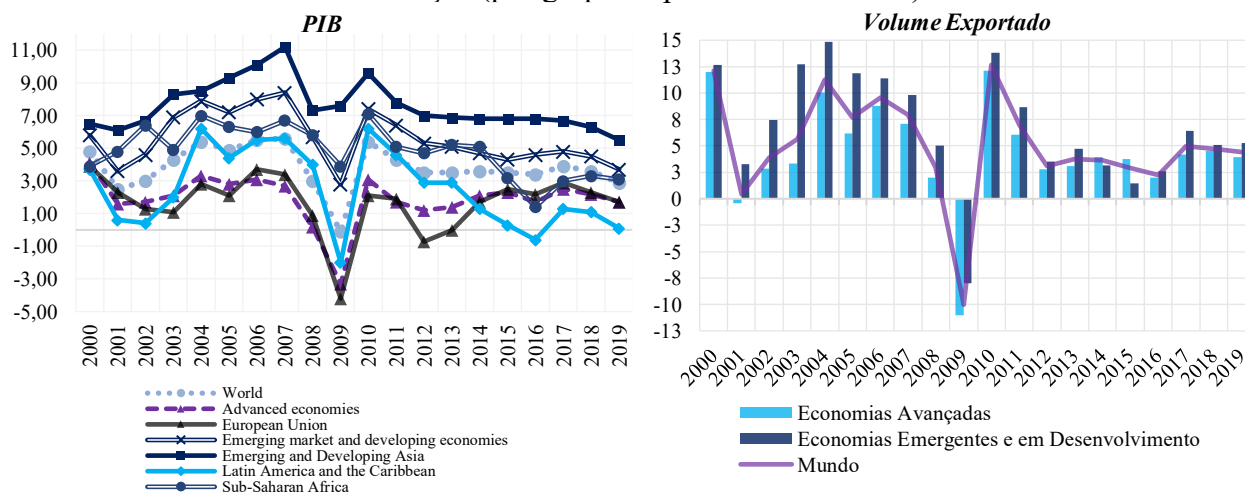
⁹ Mais conhecida como crise do *subprime*, a crise financeira de 2008 se iniciou no mercado hipotecário norte-americano de alto risco e contaminou os demais ativos e economias do mundo, principalmente após a falência do banco de investimentos Lehman Brothers (CUNHA, PRATES e DA SILVA BICHARA, 2009).

2.1. Período 2002T4-2008T3

A partir de 2003 pode-se dizer que abriu uma nova fase de (alta) liquidez (Figuras 1 e 2), que durou, aproximadamente, até o segundo semestre de 2007, quando se destaca o primeiro movimento de manifestação da crise do *subprime*, que se aprofundou no segundo semestre de 2008. Destaca-se, por exemplo, que aquele foi o único período (2003 a 2007) dos anos 2000 em que todos os países do BRICS¹⁰ estiveram em *Episódio* de capital, ou seja, recebendo entradas significativas de recursos.

Essa fase de liquidez caracteriza-se por um período de crescimento vigoroso e coordenado da maioria das economias, sobretudo, a expansão da China e o elevado crescimento do comércio mundial (Figura 3). No caso dos países centrais, graças às engenharias financeiras ligadas à securitização de recebíveis, articulada a esquemas de proteção nos mercados futuros, observa-se um expressivo aumento do crédito destinado às famílias e à construção civil. É uma fase de expansão, de facilidade de acesso a recursos e de busca por aplicações mais rentáveis e arriscadas.

Figura 3 – Taxa de crescimento (%) anual do Produto Interno Bruto e do volume exportado de bens e serviços (por grupo de países selecionados)



Fonte: FMI. Elaboração própria.

No caso dos países periféricos da América do Sul, nesse período, as economias dessa Região também apresentaram taxas de crescimento elevadas, sendo que grande parte dessas se beneficiou da expansão do comércio internacional de *commodities* (Figura 4).

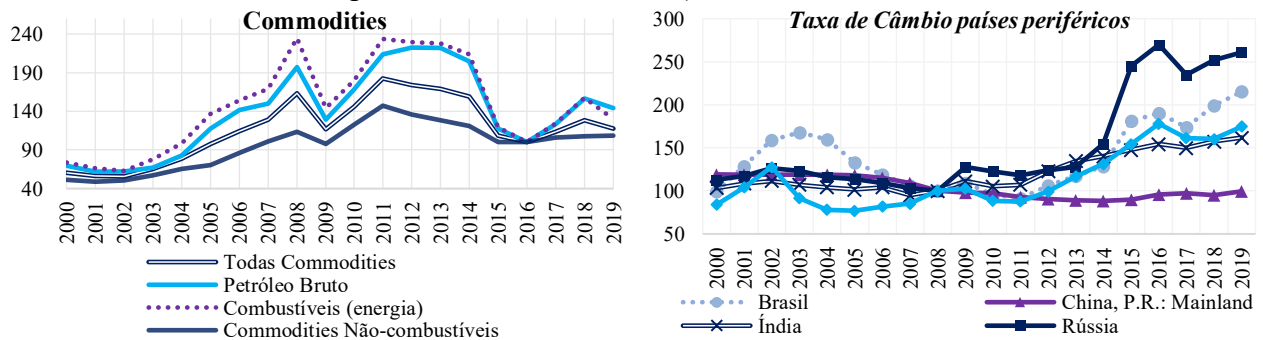
O crescimento do “apetite pelo risco” nesses anos de liquidez – como pode ser visto pelo índice VIX¹¹ – proporcionou um forte ingresso de recursos nos países periféricos, sobretudo em IC e para aqueles países que apresentavam mercados financeiros mais dinâmicos e ofereciam importantes diferenciais de juros, como o caso do Brasil (Figura 5). Ocorreu, também, um importante

¹⁰ Acrônimo para Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul.

¹¹ O índice VIX (índice de volatilidade da *Chicago Board Options Exchange* - CBOE), também conhecido como índice do medo, é um *benchmark* financeiro e vem sendo um dos principais índices utilizados no mercado financeiro e na academia para observar a expectativa dos agentes em relação à volatilidade do mercado acionário norte-americano, ou seja, a volatilidade esperada para esse mercado: o quanto os aplicadores financeiros esperam que o Standard & Poor's 500 irá flutuar. Esse índice baseia-se na volatilidade implícita nos preços das opções do índice Standard & Poor's 500 e reflete a expectativa dos agentes quanto à sua flutuação nos próximos 30 dias (CBOE, 2020). Assim, quanto menor esse índice, pode-se dizer que menor é a preferência pela liquidez dos agentes, e vice-versa.

direcionamento de ID, sendo que os investidores buscavam oportunidades ligadas ao potencial de crescimento que esses países apresentavam.

Figura 4 – Índices de preços das *commodities* e índices de taxas de câmbio nominais (moeda nacional por dólar norte-americano) de amostras selecionadas



Fonte: FMI (*commodities*) e OCDE (taxas de câmbio). Elaboração própria.

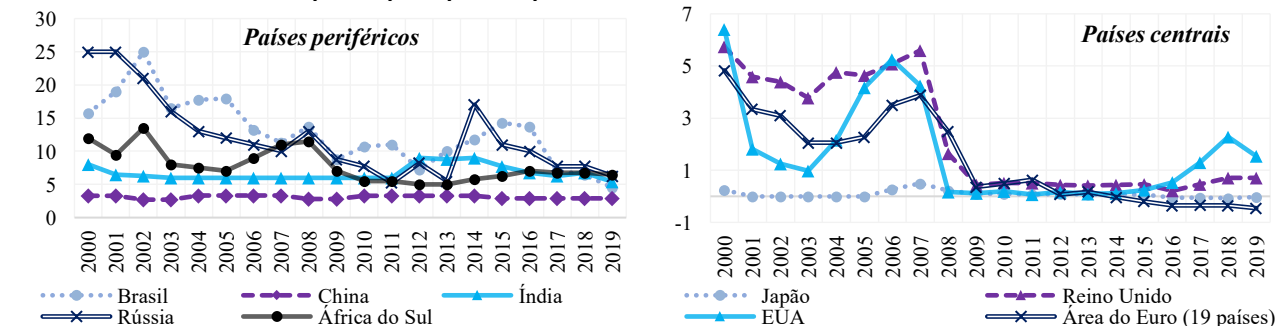
Gráfico 1 – Índice de volatilidade VIX – média mensal do índice diário (jan/2000 a dez/2019)



Fonte: CBOE. Elaboração própria.

Um elemento importante a comentar é que essa fase de expansão não é monolítica. Até 2004 se observa uma queda das taxas de juros dos países centrais, puxadas pela dinâmica da taxa de juros dos EUA. A partir daí, há um aumento contínuo dessas taxas, que vai até 2006/2007. 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.

Figura 5 – Taxas de juros imediatas, *Call Money*, Taxa Interbancário (porcentagem ao ano), dos principais países periféricos e centrais – 2000 a 2019



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

Esse movimento pode ser observado pela dinâmica do índice VIX (Gráfico 1), em que há uma tendência de queda da percepção de risco dos agentes a partir de meados de 2003 e até início de 2005, quando essa estabiliza-se num certo patamar e 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 banco Lehman Brothers e percepção da gravidade da crise financeira iniciada.

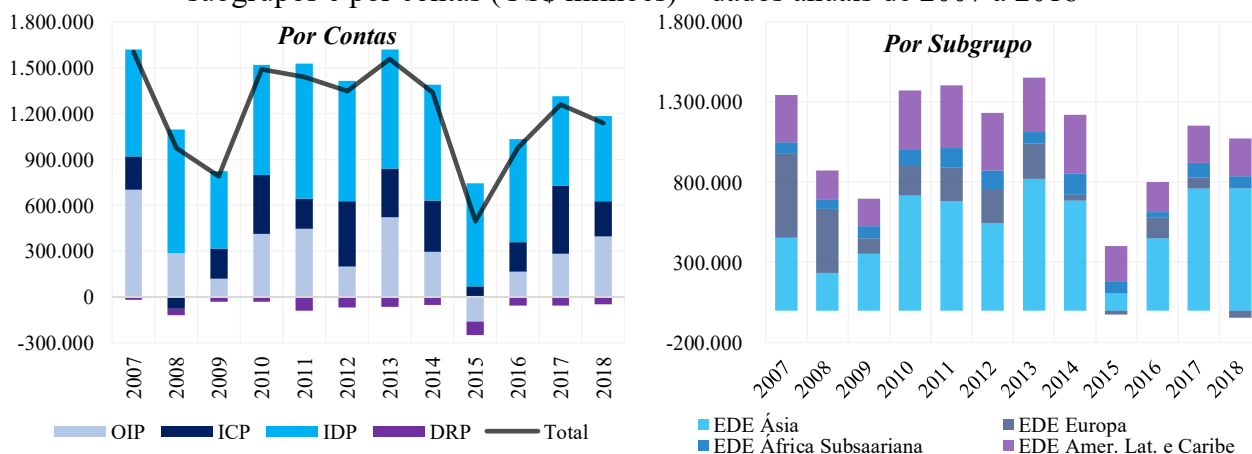
2.2. Período 2008T4-2009T2

Os ingredientes do crescimento generalizado do crédito no período anterior retratado, e posterior elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*), 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 citada crise do *subprime*, ou crise financeira mundial (CINTRA e FARHI, 2008). De fato, entre o terceiro trimestre de 2007 e o primeiro trimestre de 2009, o período é de grande instabilidade mundial, com fraco crescimento das economias centrais e maior aversão ao risco dos investidores (elevado valor do índice VIX), acarretando numa forte fuga de capitais nos países periféricos, sobretudo dos EED da Ásia e América Latina, e pelas contas ICP e OIP.

De tal modo, vê-se que o segundo 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 primeiro trimestre de 2009 foi o período que demonstrou o menor número de países em *Surto* de capital (dois países), confirmando seu impacto na queda da liquidez mundial – sendo que em quatro trimestres subsequentes o número de países em *Surto* de capital ficou abaixo da média e houve forte redução dos países em *Episódio* de capital.

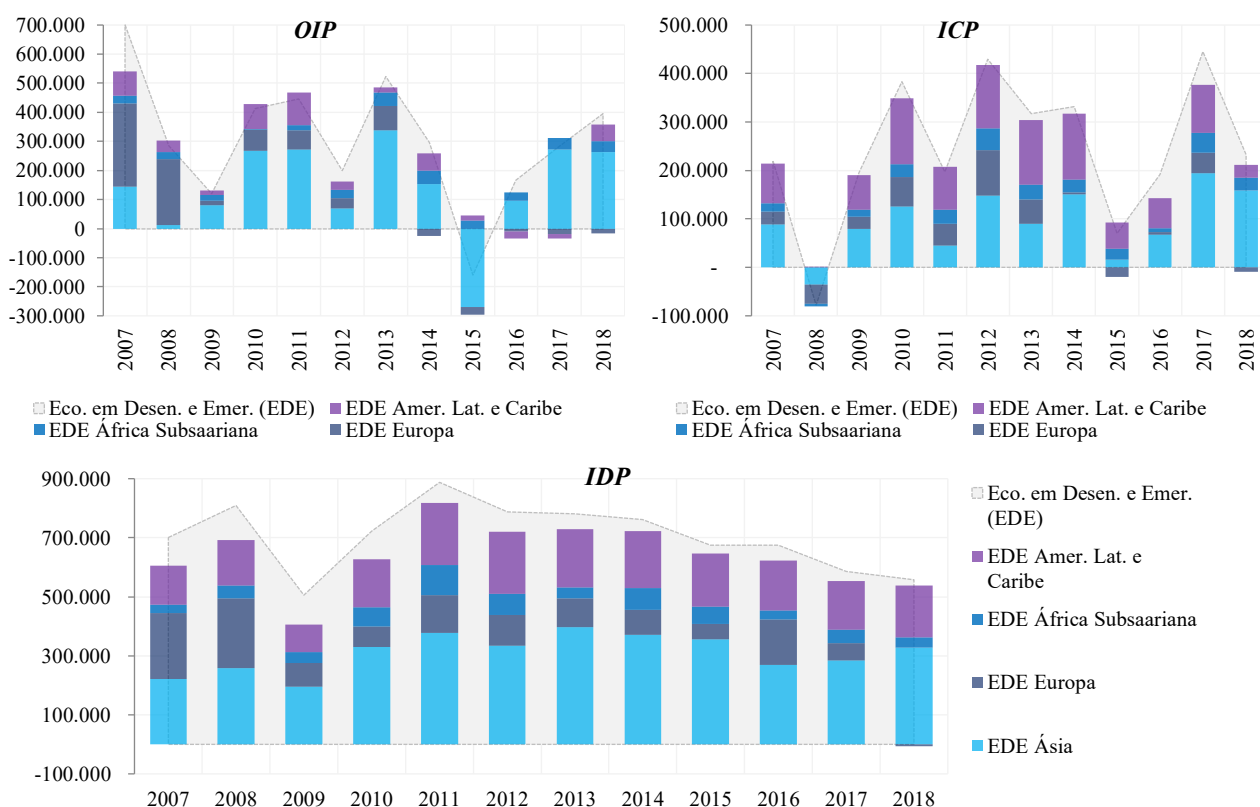
Entre os grupos de países EED, vê-se que os valores líquidos dos fluxos passivos em IC demonstraram acentuada redução para todos eles (Figura 7), apresentando efetiva fuga líquida de capitais (valores negativos) para os EED da Ásia, Europa e África subsaariana, e pequeno valor positivo para os EED da América Latina 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.

Figura 6 – Fluxos de capitais totais (passivo) para os países emergentes e em desenvolvimento por subgrupos e por contas (US\$ milhões) – dados anuais de 2007 a 2018



Fonte: FMI. Elaboração própria.

Figura 7 – Fluxos em Outros Investimentos Passivo, Investimentos em Carteira Passivo e Investimento Direto Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes e seus subgrupos – valores anuais em U\$ milhões (2007 a 2018)



Fonte: IMF. Elaboração própria.

Os fluxos em IDP, considerados mais estáveis, também apresentaram redução em 2009, demonstrando taxa de variação anual de -38%, em relação a 2008, ou seja, - US\$ 304 bilhões, com queda mais expressiva para os EED da Europa e América Latina e Caribe. 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 6).

A liquidez mundial, sobretudo dos mercados financeiros, é renovada com as políticas de “*Quantitative Easing*”¹² iniciadas pelo governo norte-americano já no final de 2008, que tiveram como consequência, também, um movimento de forte queda da taxa de juros básica dos EUA, que foi acompanhada de queda nas taxas de juros dos países centrais em geral.

2.3. Período 2009T3-2011T3

As medidas adotadas pelos países centrais, retratadas anteriormente, renovaram o “apetite pelo risco” dos aplicadores financeiros, provocando uma enxurrada de recursos para os países periféricos,

¹² 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 políticas monetárias 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). Esses programas podem ser divididos em 3 QE – em: nov/2008 e março/2009, nov/2010 e dez/2012 – e duas operações *twist* – set/2011 e junho/2012 Mattos (2015).

principalmente a partir de 2010 e para aqueles que, como o Brasil, apresentavam taxas de juros mais elevadas, em comparação com a dos países centrais. 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, ainda que nos momentos de queda da liquidez esse artifício não seja eficaz para barrar as fugas de capitais (CORRÊA e XAVIER, 2014; CINTRA e ACIOLY, 2011; PEREIRA, 2015).

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

Dessa forma, a redução das taxas de juros dos países centrais e os estímulos de liquidez adotados pelo governo norte-americano são essenciais para entender a rápida expansão do influxo de recursos para os países periféricos após a crise financeira, principalmente em IC. Assim, pode-se notar uma nova onda de recursos para os países periféricos a partir de então (Figuras 6).

Todavia, como é visto pelo indicador de liquidez mundial construído (Figura 1), a liquidez renovada com essas medidas é de magnitude inferior à ocorrida no período anterior (anos de 2003 a 2008), sendo essa mais relacionado às políticas monetárias do que à atividade econômica. Assim, a partir da crise de 2008 houve um fraco dinamismo do *quantum* de comércio, principalmente pela fraca recuperação das economias da Europa – submetidas à severa política de ajuste fiscal –, pela lenta recuperação dos Estados Unidos e pelo crescimento menos robusto da China. Do mesmo modo, essa é uma fase de redução dos preços das *commodities*, afetando os regimes de crescimento dos países periféricos que têm maior relação com o comércio exterior – como o caso do BRICS.

A crise financeira mundial afetou, sobretudo, os bancos e as seguradoras, provocando, também, importante movimento de renegociação de dívidas sobre os países devedores da Zona do Euro, iniciando-se pelo caso da Grécia e expandindo-se para Irlanda, Portugal e Espanha. Esse cenário, em conjunto com as políticas econômicas restritivas adotadas, gerou uma queda expressiva no crescimento dos países europeus, que se somou à desaceleração norte-americana.

Assim, o final desse período, de parcial recuperação da liquidez mundial após a crise do *subprime*, é encerrado com uma piora das condições fiscais dos bancos europeus, no final de 2011, que se mostraram insolventes, não conseguindo honrar seus compromissos, 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 liquidez mundial 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 na periodicidade construída da liquidez, como demonstrado no Quadro 3. Após esse quadro resumo, os acontecimentos relatados que diferenciaram esses períodos e seus resultados sobre a economia mundial serão mais bem detalhados.

Quadro 2 – Periodicidade da liquidez mundial nos anos 2011-2019

<p>2011T4 – 2013T2</p>	<ul style="list-style-type: none"> - período de menor liquidez mundial (em relação ao período de cheia anterior), mas ainda elevada, dada as políticas monetárias expansionistas no centro e, melhores condições em relação aos períodos subsequentes - maior subida do índice VIX da série (no final de 2011) – após 2002 e com exceção da crise em 2008 - interrupção do crescimento das economias, após recuperação da crise do <i>subprime</i>, com problemas, sobretudo, nas economias desenvolvidas, principalmente as da Zona do Euro - estabilização do crescimento das economias em desenvolvimento em um menor patamar - baixa dinâmica do comércio internacional, elevada fragilidade e volatilidade dos mercados e piora da vulnerabilidade das economias EED - permanência das baixas taxas de juros dos países centrais, com início da especulação quanto a reversão da política monetária norte-americana - estabilização do preço das <i>commodities</i>, mas num alto nível
<p>2013T3 – 2015T4</p>	<ul style="list-style-type: none"> - redução da liquidez mundial e aumento da instabilidade, com a sinalização da possível reversão da política monetária nos EUA, ainda que amenizada pela manutenção das baixas taxas de juros em outros países centrais - início da recuperação dos países desenvolvidos, puxada, em sua maioria, pelo Japão e economias europeias - crises e menor ritmo de crescimento em Brasil, Rússia e África do Sul e queda de dinamismo da China - aumento da incerteza, volatilidade dos fluxos de capitais e demanda por dólar - elevada queda dos fluxos de capitais para os países EED, principalmente em ICP e OIP, mas também em IDP - queda aguda dos preços das <i>commodities</i> e desvalorização das moedas dos países EED - fortalecimento do dólar - forte subida do VIX em 2015 - início da elevação da taxa de juros dos EUA
<p>2016T1 – 2017T4</p>	<ul style="list-style-type: none"> - manutenção das baixas taxas de juros nas economias centrais - pequena melhora da liquidez mundial, mas abaixo dos últimos anos - redução do índice VIX - melhora do comércio internacional - esse período marca o primeiro ano (2017), desde 2011, que o crescimento econômico estimado para os principais grupos de países foi superior às projeções - recuperação lenta e desequilibrada entre agentes, setores e regiões, e nível de crescimento inferior ao da primeira década dos anos 2000 - pequena subida dos preços das <i>commodities</i> - melhora dos fluxos de capitais para os EED apenas em OIP e ICP, mas abaixo dos níveis anteriores - início do <i>Brexit</i>¹³ - desconexão entre preços dos ativos e valor de mercado - elevação da incerteza e possibilidade de não manutenção do crescimento
<p>2018T1 – 2019T4</p>	<ul style="list-style-type: none"> - início da guerra comercial/tecnológica entre EUA e China¹⁴ - frustração dos prognósticos de crescimento (principalmente da América Latina e Caribe) e de reversão das políticas de afrouxamento monetário - queda expressiva e progressiva da liquidez mundial no tempo, indo para o pior nível dos último 20 anos - problemas e dificuldades quanto ao <i>Brexit</i> - elevação do índice VIX - renovação do movimento de depreciação das moedas periféricas - queda nos preços das <i>commodities</i> - incertezas envolvendo a utilização de medidas protecionistas e disputas geopolíticas (especialmente entre os Estados Unidos e o Irã, e deterioração adicional nas relações entre aquele primeiro e seus parceiros comerciais) - moderação do crescimento dos Estados Unidos - 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.

¹³ “*Brexit* é uma abreviação para “*British exit*” (“saída britânica”, na tradução literal para o português). Esse é o termo comumente usado quando se fala sobre a decisão do Reino Unido de deixar a EU [União Europeia]. [...] Em março de 2017, a decisão de deixar a UE foi notificada ao bloco – e, segundo o Artigo 50 do Tratado de Lisboa, uma vez comunicado, o desmembramento se efetivaria dois anos depois. Março de 2019 chegou e a separação não aconteceu.” (BBC, 2020).

¹⁴ “A disputa comercial entre China e Estados Unidos vem causando preocupações em todo o mundo desde o começo de 2018, quando o presidente norte-americano, Donald Trump, fez o primeiro anúncio de tarifas impostas sobre produtos chineses. Desde então, houve tentativas de acordo, novas ameaças e negociações de tréguas [...]” (TREVIZAN, 2019).

2.4. Período 2011T4-2013T2

O período retratado é de redução do crescimento econômico, do comércio e da liquidez mundial, maior fragilidade e volatilidade dos mercados financeiros e piora da vulnerabilidade das economias EED em relação aos anos anteriores, mas situação melhor do que os períodos subsequentes.

Nesse período, as economias desenvolvidas demonstram crescimento anêmico, com a recessão na Zona do Euro, e menor patamar de crescimento das economias em desenvolvimento. O indicador de liquidez mundial evidencia a queda dessa (Figura 1), mas, devido às políticas monetárias frouxas (*quantitative easing*) e às baixas taxas de juros 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) foram frustradas, exceto em 2012 para as Economias Avançadas.

A piora da economia mundial reaparece já em meados de 2011, com o risco de agravamento deste cenário a partir do primeiro semestre de 2012, com a possibilidade de desaceleração das economias (UNCTAD, 2012). A interrupção da recuperação da economia mundial se deu, principalmente, com a piora das economias na Zona do Euro, com os possíveis riscos de contágio e a anemia das demais economias (FMI, 2012), que ensejou no aumento do grau de incerteza dos aplicadores financeiros. Nesse momento, 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 na 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 do caso europeu, 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) – muito por conta da redução da demanda dos países desenvolvidas – exigiu das economias uma reação via mercado interno, o que ocorreu em algumas dessas. Entretanto, as medidas adotadas nas economias EED, ainda que importantes, não foram suficientes para compensar aquele cenário, demonstrando a contínua vulnerabilidade desses países às economias do centro (UNCTAD, 2013; FMI, 2013a; FMI, 2013b). Todavia, quando o Banco Central Europeu decidiu liberar liquidez para os bancos em dificuldade, observou-se uma melhora da liquidez mundial em meados de 2012, como com a recuperação do indicador de liquidez mundial, que anteriormente demonstrava tendência de queda (Figura 1 e Gráfico 1).

Na China, a contribuição das exportações para o crescimento do PIB continuou reduzindo-se, em contrapartida dos aumentos salariais, que impulsionaram o investimento interno e a produção. A demanda interna também foi importante na sustentação do crescimento da Índia (impulsionada por políticas de renda), do Brasil (após crescimento fraco em 2012) e da Rússia (também impactada pela queda nos preços das *commodities* combustíveis). Dentre os BRICS, a África do Sul apresentava riscos consideráveis de desaceleração, em função da oscilação da demanda externa e debilidade da sua oferta (UNCTAD, 2013).

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 à frente desse grupo (FMI, 2013b). Ao mesmo tempo, as condições financeiras eram de paulatina deterioração, acentuadas pela redução dos preços das *commodities* (ainda que mantidos num elevado patamar).

Quanto a composição dos movimentos de capitais para os países periféricos, em 2011, a redução mais expressiva foi da conta ICP (-13% em relação ao FTP desse grupo em 2010) – Ásia (-11%), Europa (-8%) e América Latina e Caribe (-12%) –, e, 2012, da OIP (-17% em relação ao FTP do grupo em 2011) – Ásia (-30%), Europa (-15%) e América Latina e Caribe (-21%). No mesmo sentido, a redução dos IDP, em 2012, para todos os EED (-7% em relação ao FTP do grupo, ou, -US\$ 100,38 bilhões), com exceção da América Latina e Caribe (+0,37% em relação ao total), também foi significativa (Figura 7). Destaca-se o maior impacto desses movimentos sobre os EED da Ásia.

As políticas monetárias expansionistas das economias centrais, através da compra de ativos lastreados no mercado imobiliário e do tesouro e redução das taxas de juros, 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 dificultaram as condições das economias EED, com persistência do predomínio das atividades financeiras sobre as produtivas no mundo (UNCTAD, 2013).

Desta forma, o período retratado é de redução da liquidez mundial – como visto no indicador de liquidez proposto (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, 2013b) e, para o que mais nos interessa, uma fuga de capitais para os países centrais.

2.5. Período 2013T3- 2015T4

O anúncio do FED no terceiro trimestre de 2013, de que poderia iniciar o processo de redução dos estímulos monetários (*tapering*¹⁵), reverberou nas expectativas dos mercados, que na tentativa de antecipar o movimento de mudança das taxas de juros, alteraram seus portfólios, aumentando a demanda por dólar e desvalorizando, por consequência, as moedas dos países periféricos (PRATES e CUNHA, 2014).

Os reflexos desse movimento podem ser observados nas Figuras 4 e 5, com a forte desvalorização das moedas e elevação das taxas de juros dos principais países periféricos a partir do anúncio do FED no final de 2013, e consequentes impactos nos anos posteriores com a efetivação dos aumentos das taxas de juros e novos anúncios.

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 política monetária 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 Latina e Caribe e economias em Transição, o cenário é outro, com desaceleração do crescimento, sobretudo das suas principais economias (Figura 3) (FMI, 2014; UNCTAD, 2014). A Rússia, por exemplo, sofreu uma crise cambial entre o final de 2014 e início de 2015, causada, principalmente: pela desaceleração do crescimento desse país; forte queda do preço do petróleo; ataques especulativos ao rublo e eventos geopolíticos relacionados à Ucrânia (RODIONOV, PSHENICHNIKOV e ZHEREBOV, 2015).

Assim, esta inversão – recuperação das economias da Zona do Euro e piora da América Latina e Caribe – e expectativa de reversão da política monetária dos EUA são as marcas do período analisado. Outros movimentos correlatos são o início do movimento de queda dos preços das *commodities* e redução da liquidez mundial com esses fenômenos – como visto no indicador de liquidez construído (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 taxa de juros subisse mais que o esperado. Também para esses últimos países, vê-se, nesse momento, 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 nas economias avançadas – sobretudo EUA, Japão e economias asiáticas; queda do ritmo dos em desenvolvimento; forte retração das economias da América Latina e revisão para baixo das expectativas de crescimento dos exportadores de matérias-primas (queda do preço das

¹⁵ Nome dado ao processo de retomada gradual da política monetária padrão nos EUA.

commodities). Entre os BRICS o cenário era heterogêneo, com altas taxas de crescimento da China e da Índia, recessão (em 2015 e 2016) das economias de Brasil, Rússia, e redução do crescimento da África do Sul (UNCTAD, 2015; FMI, 2015, FMI, 2016b).

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

Nesse período, todos os grupos de países apresentaram crescimento abaixo da expectativa projetada pelo FMI, sendo que apenas o grupo dos EED da Ásia exibiram crescimento superior ao esperado em 2015.

O final desse período é marcado pela primeira subida da taxa de juros dos EUA, em dezembro de 2015, após o início da política de *quantitative easing* em 2008 e sete anos de permanência da taxa de juros próxima a zero. 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 liquidez mundial em 2014. A partir da majoração da referida taxa, todavia, a desvalorização das moedas periféricas passou a ser aguda, juntamente com a queda do preço das *commodities*.

Com isso, os FTP para os EED, que já haviam 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, no valor de - US\$ 270 bilhões (-62%, em relação ao FTP desse grupo, de 2014 para 2015).

A redução dos fluxos em ICP também foi abrupta em 2015 (-20% em relação aos FTP dos EED), apresentando fluxo negativo para os EED da Europa (no valor de -US\$ 19,82 bilhões e taxa de variação em relação ao FTP do grupo de -66%), sendo que, também para esse grupo, os OIP demonstraram saldo negativo (no valor de - US\$ 25,83 bilhões e taxa de variação em relação ao FTP do grupo de -2%), o que ocasionou o pior resultado dos EED da Europa, naquele ano, nos Fluxos Totais Passivo (saldo no valor de -US\$ 26,11 bilhões e taxa de variação anual de -172% em relação ao FTP desse grupo).

Os EED da América Latina e Caribe e da África Subsaariana também demonstraram forte redução dos FTP, - 40% e - 42%, respectivamente, em 2015 (em relação a 2014), sendo essas taxas mais expressivas do que as ocorridas em 2008 (para esses grupos). Os fluxos que mais impactaram nesses resultados foram, no caso da África, os OIP (-16% em relação aos FTP para esse grupo), e, no caso da América Latina e Caribe, os ICP (-22% em relação aos FTP para esse grupo).

Ao observar os fluxos em IDP, ainda que esses tenham permanecido em alto patamar, suas reduções foram significativas em 2015 (- US\$ 87,84 bilhões), sendo o fluxo que mais impactou no Passivo dos EED da Europa, com redução de - US\$ 32,07 bilhões, correspondente a -89% dos FTP para esse grupo. Destaca-se, também, as reduções de IDP em 2015 (em relação a 2014) em - US\$ 14,87 bilhões para os EED da Ásia; - US\$ 14,86 bilhões na África Subsaariana e - US\$ 14,46 para a América Latina e Caribe.

Esses movimentos evidenciam a queda da liquidez mundial. Enquanto o anúncio de possível reversão da política monetária 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 liquidez mundial, o impacto da reversão da taxa de juros (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 sete 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 liquidez mundial, mensurado pelo número de países em *Episódio* de capital (Figura 1).

Destarte, o final deste período é caracterizado por uma economia global ainda frágil, com baixo crescimento, fraco desempenho dos desenvolvidos, receio de piora dos EED – 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). Todos esses fatores impactaram nas saídas de capitais, deflação de ativos, desvalorização das moedas, aumento das vulnerabilidades dos países periféricos e forte queda da liquidez mundial.

2.6. Período 2016T1-2017T4

A economia em 2016 permanecia frágil, com baixo crescimento, principalmente dos países desenvolvidos, e receio de piora dos em desenvolvimento. As desigualdades sociais eram maiores do que em 2008, em que os mercados financeiros permaneciam sem grandes reformas. Todavia, a situação parecia ser mais sólida que naquele ano (UNCTAD, 2016; FMI, 2016). Ainda que:

De acordo com o Bank for International Settlements, a dívida das empresas não financeiras aumentou de US \$ 9 trilhões no final de 2008 para pouco mais de US \$ 25 trilhões até o final de 2015, e dobrou como porcentagem do produto interno bruto (PIB) – de 57% para 104% – no mesmo período (UNCTAD, 2016, tradução nossa).

Desde a sinalização de redução das políticas de afrouxamento quantitativo dos EUA no final de 2013, os fluxos de capitais vêm apresentando-se mais voláteis, em que a possibilidade de fuga de capitais tem ameaçado até as economias em desenvolvimento mais robustos – como o caso da China, que teve que reforçar seus controles de capitais em 2016 (UNCTAD, 2017). Essa mudança teve como consequência, dentre outras, a depreciação das moedas periféricas e maior instabilidade dessas economias (UNCTAD, 2018).

No início desse período, a economia norte-americana apresentou pequena desaceleração da sua recuperação, com a desintoxicação do sistema bancário, elevado endividamento das famílias e dificuldade dos exportadores com o fortalecimento do dólar nos últimos anos (UNCTAD, 2016). O ano de 2016 foi o de pior desempenho econômico dos EUA na década de 2010, sendo que esse país demonstrou crescimento médio próximo a 2% nesses anos (ROUBICEK, 2020).

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 a ocorrência do *Brexit* (UNCTAD, 2016). A persistência da fraca demanda nas economias desenvolvidas sufocava o crescimento da economia global, em que pese a queda dos salários e gastos das famílias, que impactam fortemente na demanda agregada (UNCTAD, 2016).

Ainda que as tendências protecionistas estivessem sob controle, o comércio internacional permanecia no marasmo pelo quinto ano consecutivo, tendo na fraca demanda mundial seu principal motivo, com a estagnação dos salários reais. A redução do comércio internacional penalizava, principalmente, os exportadores de *commodities* (UNCTAD, 2016).

As previsões de crescimento positivo para a América Latina e Caribe só ocorreram após dois anos de contração, em 2015 e 2016, com redução do PIB em 0,3% e 0,8%, respectivamente. Os EED da Ásia e avançados da Europa (principalmente, Alemanha, Itália e Países Baixos), todavia, apresentaram importante crescimento nesses anos (UNCTAD, 2017).

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, evidenciando uma melhora do crescimento mundial acima do esperado.

Todavia, a maioria dos países ainda não tinha retomado suas trajetórias de crescimento sustentado, com recuperação lenta e desequilibrada entre agentes, setores e regiões. Ainda assim, essa recuperação, iniciada a partir de meados de 2016 foi o crescimento mundial mais sincronizado apresentado depois de 2010 (UNCTAD, 2017; FMI, 2018). 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 maior calma até final de 2017.

A América Latina, no mesmo sentido, demonstrava recuperação do crescimento em 2017 – ainda que baixo (1,1% em 2017) –, principalmente, por conta do restabelecimento das economias de Brasil e Argentina, subida do preço das *commodities* e melhora nos termos de troca (UNCTAD, 2018b). O Brasil, maior economia do grupo, contudo, obteve crescimento abaixo do esperado. Esse ocorreu em conjunto com a forte depreciação da sua moeda e redução da sua taxa de juros – que

reduziu as possibilidades de *carry trade* –, o que instigou um ataque especulativo, que só parou com a ameaça do Banco Central de intensificação das operações com *swaps*. O bom nível de reservas e o baixo déficit em Conta Corrente foi um dos fatores que amenizaram a situação (UNCTAD, 2018b).

As Economias em Transição apresentaram recuperação após recessão em 2015 e 2016, estimuladas pela subida do preço do petróleo, o que impactou, principalmente, a economia Russa, que tem a capacidade de externalizar os benefícios do comércio desses produtos aos demais CIS (Comunidade dos Estados Independentes). Outro incentivo positivo sobre essas economias foram os investimentos em infraestrutura, via empréstimos com a China, ainda que a austeridade fiscal tenha trabalhado contra esses benefícios (UNCTAD, 2018b).

A expectativa para a Ásia em desenvolvimento era que o crescimento apresentado em 2016 e 2017 se mantivesse nos próximos anos, com provável desaceleração da China e da Índia, mas mantendo-se essas entre os países que mais cresciam no mundo. Ainda assim, esse último demonstrava elevada acumulação de dívidas bancárias, que ameaçava a estabilidade e a oferta de crédito. Somado a déficits em Conta Corrente, a rupia indiana sofreu elevada pressão – nos primeiros meses de 2018, passando por uma desvalorização de 7,5% em relação ao dólar (UNCTAD, 2018b).

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 taxa de juros dos EUA, sobretudo pela existência de operações de *carry trade* (UNCTAD, 2018b).

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, 2018b).

A taxa de variação anual dos FTP para os 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 Subsaariana (-57%) e América Latina e Caribe (-15%) em 2016, e para os EED da Europa em 2017 (-50%).

As contas que mais impactaram naquele aumento das entradas de capitais (passivos) foram, em 2016, os OIP (+66%) – que apresentaram variação positiva para todos os EED analisados, nos dois anos, com exceção de 2016 para a América Latina e Caribe, e 2017 para a Europa – e, em 2017, os ICP (+26%) – que também demonstraram variação positiva para todos os EED analisados, nos dois anos, com exceção de 2016 para a África Subsaariana.

Os fluxos em IDP, por outro lado, exibiram aumento quase nulo em 2016 (0,05%) e queda em 2017 (-9%, em relação aos FTP desse grupo). Nesse primeiro ano, somente os EED da Europa apresentaram variação anual positiva (+387% em relação ao FTP desse grupo), e, em 2017, foi esse mesmo grupo que mais impactou negativamente no saldo dos fluxos em IDP para os EED (-71% em relação aos FTP desse grupo) e, positivamente, a África Subsaariana (+43% para a mesma estatística).

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

2.7. Período 2018T1-2019T4

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

Nesse período, a queda da liquidez foi expressiva e progressiva no tempo, indo para o pior nível dos últimos 20 anos, de acordo com o indicador de liquidez mundial (Figura 1)¹⁶. Esse movimento ocorreu concomitante à renovada tendência de depreciação das moedas periféricas, em paralelo com a queda do preço das *commodities* e frustração quanto ao crescimento das economias, sobretudo das EED da América Latina e Caribe em 2019. Nesse momento, o índice VIX elevou-se sobremaneira já no início de 2018, e manteve essa trajetória e alta instabilidade no período.

Desde março de 2018, o aumento da taxa de juros 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 7) – sobretudo da Europa (FMI, 2018b).

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 (como ocorrido nas crises na década de 1990) (FMI, 2018b).

Apesar da instabilidade presente nos mercados financeiros internacionais e nas economias, processo de *tapering*, e outras problemas, a manutenção das baixas taxas de juros em muitos países centrais impedia uma queda ainda pior da liquidez, em que a redução das políticas monetárias expansionistas nesse momento poderia agravar drasticamente as condições financeiras (FMI, 2018b).

O Banco Central Europeu – a partir das perspectivas de inflação nessa região – que tinha anunciado sua intenção de encerrar o programa de compra de títulos até final de 2018, resolveu manter as baixas taxas de juros pelo menos até o verão de 2019, tendo em vista o arrefecimento do ritmo de crescimento econômico (FMI, 2018b).

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 pouca 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

¹⁶ 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.

último ao Irã, com o rompimento do acordo nuclear¹⁷; iii) aumento da incerteza quanto ao *Brexit*; iv) normalização das políticas monetárias 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 –, em países com setores financeiros importantes (FMI, 2018b).

Por este cenário, o ambiente externo continuava desafiador, em que os países EED mais amplos tinham grandes chances de enfrentarem redução dos fluxos em carteira, com fortes fugas de capitais, caso houvesse acentuada deterioração no risco global (FMI, 2018b).

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, 2018b e UNCTAD, 2018b). 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, 2018b).

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

As reduções mais importantes para o conjunto das EED foram dos fluxos em ICP (-17% em relação aos FTP em 2017) e IDP (-2% em relação aos FTP e no mesmo período). Os fluxos em OIP apresentaram aumento de 9% em relação aos FTP em 2018, sobretudo pelo aumento de 32% para a América Latina e Caribe, mas foi negativo para os EED da Europa.

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). 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).

A disputa entre China e EUA, por sua vez, tem se mostrado para além da questão comercial, envolvendo-se, também, questões tecnológicas (UNCTAD, 2019).

A desaceleração em 2019, também ocorrera para o conjunto das economias em desenvolvimento, principalmente para as da América Latina (UNCTAD, 2019). Índia, Brasil,

¹⁷ 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).

México, Rússia e Sul da África apresentaram crescimento inferior a 2018 (FMI, 2019), e China as menores taxas de crescimento em muitos anos, com medidas visando reduzir o seu endividamento (FMI, 2019).

Os movimentos cambiais, da mesma forma, têm se intensificado 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).

Os preços das *commodities* têm se mostrado instáveis desde a crise financeira mundial, mas no começo de 2019 pareciam estar mais calmos, mas abaixo dos preços máximos alcançados nos últimos anos (UNCTAD, 2019).

No quarto trimestre de 2019 houve uma melhora no cenário econômico mundial, sugerindo um menor conjunto de riscos para a baixa da atividade global. Havia expectativas favoráveis por conta de uma série de notícias sobre a possibilidade de negociação comercial 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 (prognóstico era de saída do Reino Unido da UE em janeiro de 2020) (FMI, 2020).

As flutuações cambiais entre setembro de 2019 e o início de janeiro de 2020, demonstravam um enfraquecimento do dólar norte-americano e do iene japonês, que apresentaram desvalorização de aproximadamente 2% (FMI, 2020).

A flexibilização da política monetária continuou no segundo semestre de 2019 em várias economias. Sem esses estímulos monetários as expectativas de crescimento nesse ano seriam ainda menores. Esse movimento fortaleceu os fluxos de portfólio para os países EED – principalmente para fundos de títulos – que estavam em forte baixa (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. Via-se, também, a possível recuperação da atividade econômica na Rússia e projeção de crescimento para o Brasil, com revisões à baixa para a África do Sul e a Índia, que apresentavam desaceleração no final de 2019 (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).

Esses eventos, juntamente com o enfraquecimento da demanda, impactaram na queda do preço das *commodities*, sobretudo dos metais e combustíveis (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 liquidez mundial 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.

Considerações Finais

Destarte, por meio da periodicidade proposta – a partir da análise histórica associada ao indicador de liquidez mundial construído –, constatou-se que a liquidez mundial vem se deteriorando pouco a pouco – desde a frustração quanto à recuperação da economia global logo após a crise financeira de 2008 –, e a instabilidade aumentando gradativamente, ao mesmo tempo em que a manutenção das políticas monetárias expansionistas nos países centrais, frágil recuperação das economias, elevado endividamento dos países e agentes e a fraca demanda têm dado 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 (crise do *subprime* em 2008), iniciando-se no centro do sistema (EUA) e espalhando para as demais economias, com forte redução da liquidez mundial;
- iii) logo após a crise do *subprime*, no final de 2009, o movimento é de recuperação da liquidez mundial, 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 liquidez mundial é abalada e sofre redução em relação ao período anterior;
- v) após frágil recuperação das economias ao evento antecedente, a liquidez mundial se estabiliza, mas num patamar inferior ao dos anos anteriores;
- vi) a possibilidade de reversão da política monetária 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 política monetária dos EUA a liquidez estabiliza-se num nível inferior aos dos últimos vinte anos, com pequeno sinal de melhora no final de 2016 e ano de 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 liquidez mundial de vez, que apresenta tendência declinante até o final do período analisado (2019).

Do mesmo modo, constatou-se que os fluxos de capitais para os países periféricos (por região) acompanharam uma dinâmica mais geral da liquidez mundial, sendo essa fortemente influenciada por fatores externos àquelas economias, como a política monetária dos EUA e choques externos (captados pelo índice VIX). E que, ainda que os fluxos em IC e OI demonstraram relação mais clara com essa dinâmica, os fluxos em ID também evidenciaram relacionados a ela, mesmo que de forma menos intensa e com maior defasagem. 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, dos preços das *commodities* etc.

De modo geral, após mais de 10 anos de a ocorrência da crise do *subprime*, os programas de afrouxamento monetário, com a compra de ativos podres e títulos do governo, e a consequente redução das taxas de juros, possibilitaram a recuperação dos mercados financeiros, ainda que a economia real tenha permanecido fraca, instável e desigual, sem demonstrar crescimento sustentado (UNCTAD, 2018).

Referências Bibliográficas

- BBC. Entenda o Brexit e seus impactos em 8 perguntas, 2020. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/internacional-46335938>>. Acesso em: 26 ago. 2020.
- BIANCARELLI, André M. Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira. Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP, 2007.
- CBOE. Chicago Board Options Exchange. VIX Index Historical Data.
- CINTRA, M.; ACIOLY, L. O financiamento das contas externas brasileiras: 2003-2010.
- MONTEIRO, A. et al. Brasil em desenvolvimento, p. 391-430, 2011.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FARHI, Maryse. A crise financeira e o global *shadow banking system*. Novos estudos CEBRAP, p. 35-55, 2008.
- CORRÊA, Vanessa P.; MOLLO, Maria de L. R.; BIAGE, Milton. 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, 2009.
- CORRÊA, Vanessa P.; PEREIRA, Vanessa P. 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 - Ensaio em homenagem a Luciano Coutinho. 1ed. Brasília: Athalaia Gráfica e Editora, v. 1, p. 105-151, 2016.
- CORREA, Vanessa. P. e XAVIER, Clésio L. Modelo de crescimento, dinâmica do Balanço de pagamentos e fragilidades. In: Vanessa Petrelli Corrêa (Org.). Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro. 1ed. São Paulo: Ed Fundação Perseu Abramo. 2014.

CUNHA, André M.; PRATES, Daniela M.; DA SILVA BICHARA, Julimar. O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 37, n. 1, 2009.

DAMASCENO, Aderbal O. Integração financeira internacional e crescimento econômico: uma crítica à abordagem convencional. In: *Economia e Sociedade*, Campinas: UNICAMP/ Instituto de Economia, vol.16, nº 2 (30), p. 171 - 198, agosto, 2007.

DAVIDSON, Paul. Volatile financial markets and the speculator. In: *Uncertainty, International Money, Employment and Theory*. Palgrave Macmillan, London, p. 276-295, 1999. https://doi.org/10.1007/978-1-349-14991-9_21.

DE CONTI, Bruno M.; PRATES, Daniela M.; PLIHON, Dominique. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, no prelo, 2014. <https://doi.org/10.1590/S0104-06182014000200003>.

FMI. *Global Financial Stability Report - A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?* Outubro 2018. Washington (DC), 2018.

FMI. *Perspectivas de la economía mundial*. Enero 2012. Washington (DC), 2012.

FMI. *Perspectivas de la economía mundial*. Enero 2013. Washington (DC), 2013a.

FMI. *Perspectivas de la economía mundial*. Octubre 2013. Washington (DC), 2013b.

FMI. *Perspectivas de la economía mundial*. Enero 2014. Washington (DC), 2014.

FMI. *Perspectivas de la economía mundial*. Enero 2015. Washington (DC), 2015.

FMI. *Perspectivas de la economía mundial*. Enero 2016. Washington (DC), 2016.

FMI. *Perspectivas de la economía mundial*. Octubre 2018. Washington (DC), 2019.

FMI. *Perspectivas de la economía mundial*. Enero 2020. Washington (DC), 2020.

FMI. *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. February 14, 2011. <https://doi.org/10.5089/9781498339346.007>.

FMI. *World Economic and Financial Surveys. World Economic Outlook*. October 2007. *Globalization and Inequality*. Washington (DC), 2007.

FMI. *World Economic Outlook. Too Slow for Too Long*. April 2016. Washington (DC), 2016b.

FREITAS, Maria Cristina P.; PRATES, Daniela M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e sociedade*, v. 10, n. 2, p. 81-111, 2001.

KEYNES, John M. "Teoria alternativas da taxa de Juros" in *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia*. Brasília: Ipea, 3. ed. p. 55-70, 2010a.

KEYNES, John M. "A teoria ex-ante da taxa de Juros" in *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia*. Brasília: Ipea, 3. ed. p. 85-9, 2010b.

LELLIS JUNIOR, Luis Carlos. O impacto da quantitative easing americano no preço dos ativos brasileiros. 2015. Tese de Doutorado.

MEHIGAN, Caroline. *Measurement and Identification of Capital Inflow Surges Note by the Secretariat. Review of the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*. OECD. Oct. 2018.

MUNHOZ, Vanessa da C. V. *Vulnerabilidade externa no Brasil: Ensaio sobre Fluxos Internacionais de Capitais, Instabilidade Financeira e Controles de Capitais*. Tese de Doutorado - Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Ciências Econômicas, Belo Horizonte, MG, 2010.

OREIRO, José L. *Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros*. *Ensaio FEE*, 32(2). 2011.

PEREIRA, Vanessa P. *A vulnerabilidade externa da Economia Brasileira advinda dos fluxos financeiros: uma análise do período 2000-2014*. Tese de doutorado - Universidade Federal de Uberlândia, 2015.

PRATES, Daniela Magalhães. A Vulnerabilidade Externa em Tempos de Instabilidade: avaliando a liquidez e a solvência da economia brasileira entre 2007 e 2013. *Revista Economia & Tecnologia*, v. 10, n. 3, 2014.

REY, Hélène. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. National Bureau of Economic Research, 2015. <https://doi.org/10.3386/w21162>.

RODIONOV, D. G.; PSHENICHNIKOV, V. V.; ZHEREBOV, E. D. Currency crisis in Russia on the spun of 2014 and 2015: causes and consequences. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, v. 207, p. 850-857, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.10.176>.

ROUBICEK, Marcelo. Por que a economia da Índia começa 2020 sob desconfiança. *Nexo Jornal*, 29 de jan. de 2020 (atualizado 29/01/2020 às 21h37). Disponível em: <<https://www.nexojornal.com.br/expresso/2020/01/29/Por-que-a-economia-da-Índia-começa-2020-sob-desconfiança>>. Acesso em: 09 mar. 2020.

SOUZA, Henrique F. Análise dos fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro e a dinâmica especulativa dos investimentos diretos (período 2000-2016). Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, 2017.

TREVIZAN, Karina. Guerra comercial: entenda as tensões entre China e EUA e as incertezas para a economia mundial. *G1 ECONOMIA*, 2019. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/08/16/guerra-comercial-entenda-a-piora-das-tensoes-entre-china-e-eua-e-as-incertezas-para-a-economia-mundial.ghtml>>. Acesso em: 26 ago. 2020.

UNCTAD. Current trends and challenges in the global economy. In: *Trade and Development Report 2018: power, platforms and the free trade delusion*. Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2018b.

UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2012 (Panorama General). Nações Unidas. Nova York e Genebra, 2012.

UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2014 (Panorama General). Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2014.

UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2015. *Hacia una arquitectura financiera internacional al servicio del desarrollo*. Nações Unidas. Nova York e Genebra, out. 2015.

UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2017. *Un new deal mundial como alternativa a la austeridad*. Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2017.

UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2018. *El poder, las plataformas y la quimera del libre comercio*. Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2018.

UNCTAD. Trade and development report, 2016 (Overview). *Structural transformation for inclusive and sustained growth*. Nações Unidas. Nova York e Genebra, set. 2016.

UNCTAD. Trade and development report, 2019 (Overview). *Financing a global green new deal*. Nações Unidas. Genebra, set. 2019.

UNCTAD. World Investment Report 2013: *Global value chains: investment and trade for development*. In: *United Nations Conference on Trade and Development*, United Nations, Geneva. 2013.