

## EPISÓDIOS EXTREMOS DE FLUXOS DE CAPITAIS NO BRASIL E GRUPO DE PAÍSES EMERGENTES: UMA ANÁLISE DOS DADOS DESAGREGADOS PÓS CRISE FINANCEIRA GLOBAL

Vanessa da Costa Val Munhoz<sup>1</sup>  
Henrique Ferreira de Souza<sup>2</sup>

**Resumo:** O presente artigo realiza uma análise detalhada de episódios extremos de fluxos de capitais para o Brasil e para os países Emergentes e em Desenvolvimento (EED), no período de 2005 a 2023. Especificamente, são verificados Surtos e Paradas de fluxos de capitais no Brasil *vis-à-vis* às suas ocorrências nas EED para investigarmos diferenças e semelhanças entre eles. O estudo revelou que diferentes classes de investimentos reagiram de forma diversa na Crise Financeira Global e na Pandemia; e que as contas do Brasil apresentaram maior número de episódios extremos comparativamente ao grupo dos EED. Destarte, reforça-se a noção de que é crucial entender as especificidades de cada tipo de fluxo de capital, no espaço e no tempo, para a formulação de políticas públicas de gerenciamento dos fluxos financeiros.

**Palavras-chave:** Fluxos de capitais. Surtos e Paradas. Economias Emergentes e em Desenvolvimento (EED). Brasil. Controle de Capitais.

## EXTREME CAPITAL FLOW EPISODES IN BRAZIL AND A GROUP OF EMERGING MARKETS: AN ANALYSIS OF DISAGGREGATED DATA AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

**Abstract:** This paper presents a detailed analysis of extreme episodes of capital flows to Brazil and to Emerging and Developing Economies (EDE) from 2005 to 2023. Specifically, Surges and Stops in Brazil are examined in relation to their occurrences in the EDE to investigate differences and similarities between them. The study revealed how different classes of investments reacted differently during the Global Financial Crisis and the pandemic; and it was also observed that Brazil's accounts showed a greater number of extreme capital episodes compared to the EDE group. Therefore, it reinforces the notion that it is crucial to understand the specificities of each type of capital flow, in space and time, for the formulation of public policies for managing financial flows.

**Key-words:** Capital Flows. Surges and Stops. Emerging Markets and Developing Economies (EMDE). Brazil. Capital Controls.

## EPISODIOS EXTREMOS DE FLUJOS DE CAPITAL EN BRASIL Y GRUPO DE PAÍSES EMERGENTES: UN ANÁLISIS DE DATOS DESAGREGADOS TRAS LA CRISIS GLOBAL

**Resumen:** El presente artículo realiza un análisis detallado de episodios extremos de flujos de capital hacia Brasil y hacia los países Emergentes y en Desarrollo (PED) en el período de 2005 a 2023. Específicamente, se examinan los Episodios de Afluencia

<sup>1</sup> Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia e Relações Internacionais, Uberlândia, Brasil, [vanessa.costaval@ufu.br](mailto:vanessa.costaval@ufu.br). <https://orcid.org/0000-0002-9399-0378>

<sup>2</sup> Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia e Relações Internacionais, Uberlândia, Brasil, [henriquefsz@ufu.br](mailto:henriquefsz@ufu.br). <https://orcid.org/0000-0003-4869-6142>

(Surges) y Parada (Stops) de flujos de capital en Brasil en comparación con sus ocurrencias en los PED, con el objetivo de investigar diferencias y similitudes entre ellos. El estudio reveló que diferentes clases de inversiones reaccionaron de manera distinta durante la Crisis Financiera Global y la Pandemia; y que las cuentas de Brasil presentaron un mayor número de episodios extremos en comparación con el grupo de los PED. Así, se refuerza la noción de que es crucial comprender las especificidades de cada tipo de flujo de capital, en el espacio y en el tiempo, para la formulación de políticas públicas de gestión de los flujos financieros.

**Palabras clave:** Flujos de capital. Episodios de Afluencia y Parada. Economías Emergentes y en Desarrollo (PED). Brasil. Controles de Capital.

## Introdução

A Crise Financeira Global (CFG) de 2008/2009 intensificou sobremaneira o debate acerca dos efeitos desestabilizadores da volatilidade dos fluxos de capitais sobre o câmbio, juros e preços dos ativos, cristalizado na literatura econômica desde as crises financeiras que atingiram as Economias Emergentes e em Desenvolvimento (EED) nas décadas de 1990 e 2000. Apesar do amplo reconhecimento dos efeitos negativos dos fluxos especulativos de capitais nessas economias, os seus fatores determinantes e as estratégias para mitigar tais efeitos ainda são alvo de controvérsias acadêmicas e políticas. Assim, faz-se necessário o avanço no debate sobre controle de capitais ou, de maneira mais ampla, medidas de gerenciamento dos fluxos de capitais. Acredita-se que seja necessária a adoção de vários tipos de instrumentos e estratégias que lidem com a dinâmica volátil desses fluxos, de forma permanente e preventiva, ao invés de uma abordagem seletiva e ranqueada conforme visão do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Não obstante, não se pretende aqui fazer uma discussão teórica e nem empírica sobre regulação de fluxos financeiros. Diante do apontamento de que é salutar o avanço dessa discussão, entende-se que o ponto de partida seja uma análise detalhada sobre dados desagregados dos fluxos registrados nas contas financeiras dos balanços de pagamentos das EED. Compreender as especificidades de cada tipo de capital financeiro que entra e que sai dessas economias é essencial para formulação das políticas públicas nacionais e internacionais.

Trazendo essa discussão para o caso do Brasil, que é uma economia periférica inserida numa dinâmica estrutural hierarquizada do sistema monetário e financeiro internacional (Conti, Prates & Plihon, 2014), há problemas típicos de vulnerabilidade externa. Diante de mudanças recentes na inserção financeira externa, os fluxos de capitais dirigidos ao Brasil se diversificaram cada vez mais, assim como aumentou a diversificação de investidores. Uma particularidade foi o aumento das aplicações de não residentes em moeda local, o que transfere o descasamento de moedas, conhecido como *original sin*<sup>3</sup>, para o investidor (o que Paula, Fritz & Prates (2020) chamam de Pecado Original Restaurado – *original sin redux*). A questão que se destaca é que, mesmo com novos entendimentos e complexidades de vulnerabilidades, a entrada maciça de capitais mantém desafios: especialmente em momentos de estresse no mercado financeiro global, quando há reversão abrupta de capitais, o que gera desvalorização cambial e queda de preços dos ativos, dentre outros efeitos importantes para condução da política macroeconômica.

Dessa maneira, é essencial monitorar episódios extremos de fluxos de capitais no Brasil. Este é o objetivo principal deste artigo, que se propõe a realizá-lo por meio de um exame detalhado da natureza desses fluxos. Utilizando a metodologia proposta em Forbes & Warnock (2021), os objetivos específicos são: i) verificar Surtos e Paradas de fluxos de capitais no Brasil *vis-à-vis* a ocorrência desses episódios nas EED para investigarmos se a dinâmica do Brasil se difere do que é sentido pelos países emergentes em geral, seja no que tange ao momento em que há entrada maciça ou reversão abrupta de capitais, como em relação ao tamanho e qualidade dos fluxos; ii) analisar o desvio padrão dos fluxos de capitais, a fim de examinarmos a dispersão desses movimentos ao longo do tempo. O período de análise vai de 2005:T1 a 2023:T4 para que possamos nos concentrar nos episódios que decorreram da CFG e, mais recentemente, da pandemia por COVID-19.

A contribuição deste artigo pode ser sistematizada em três pontos principais. Primeiro, o trabalho avança no debate sobre episódios extremos de fluxos de capitais – em relação ao artigo de Forbes & Warnock (2021) e outros que aplicam a mesma metodologia, como De Crescenzo & Lepers (2024), e Scheubel *et al.* (2024) – pois,

---

<sup>3</sup> Fenômeno de endividamento denominado em moeda estrangeira, que reflete a incapacidade de uma economia de tomar empréstimos no exterior na própria moeda (Eichengreen *et al.*, 2002).

foi incorporado o período completo da pandemia por COVID-19 e não apenas identificada a incidência dos eventos, mas também a duração e analisadas suas inter-relações com o cenário macroeconômico doméstico e internacional. Em segundo lugar, há um avanço no tratamento do tema em termos da análise da desagregação da Conta Financeira, uma vez que a composição dos fluxos de capitais agrega inúmeras classes de investimentos, que têm características peculiares. São examinados fluxos passivos de Investimentos em Carteira, em Ações e em Títulos de Dívida; fluxos passivos de Investimentos Diretos, em Participação no Capital e em Operações Intercompanhia; e passivos de Outros Investimentos, em Instrumentos de Dívida. E, finalmente, o artigo pode contribuir para discussão de medidas consistentes de regulação de capitais, que permitam atenuar a vulnerabilidade externa do Brasil. Cabe mencionar, ainda nesse ponto, que o trabalho de Forbes & Warnock (2021) avalia episódios extremos de fluxos de capitais antes e depois da CGF, considerando que esses movimentos passaram a ser determinados, entre outros fatores, por mudanças na regulação macroprudencial e indicam que essas regulamentações mais rígidas reduziram o volume de fluxos de investimentos em carteira e outros investimentos, sendo que de forma mais intensa sobre fluxos bancários transfronteiriços no pós CGF. Aqui mostramos que essas regulações não foram suficientes para conter a volatilidade desses e de outros fluxos financeiros no Brasil.

Além desta introdução e considerações finais, este artigo está dividido em três seções. A seção 2 trata a dinâmica dos fluxos de capitais em termos teóricos, contemplando argumentos teóricos sobre paradas súbitas e episódios de fluxos de capitais estrangeiros, bem como uma revisão da literatura empírica desses fenômenos. A seção 3 revisa argumentos teóricos críticos à volatilidade dos fluxos de capitais. A seção 4 realiza a análise empírica deste trabalho, que foca nos cálculos de episódios extremos de fluxos de capitais no Brasil, e os compara com as EED.

## **Análise sobre a dinâmica dos fluxos de capitais: argumentos teóricos e revisão da literatura empírica sobre paradas súbitas e episódios extremos**

A volatilidade dos fluxos de capitais é um tema explorado por uma extensa literatura acadêmica desde a década de 1990. Em que pese distintas visões sobre os efeitos (positivos ou negativos) da forte atração de fluxos de capitais, especialmente pelos países emergentes, desde a CFG de 2008/09 há um intenso aprofundamento nas discussões que apontam os problemas decorrentes da volatilidade desses fluxos sobre a vulnerabilidade externa desses países. Durante *booms* de liquidez internacional os capitais entram fortemente nessas economias, que tipicamente ofertam ativos considerados menos seguros, mas saem abruptamente em momentos de estresse no mercado financeiro global, apresentando, assim, uma dinâmica volátil.

Do ponto de vista da literatura convencional, os movimentos bruscos de capitais levam a paradas súbitas (*sudden stops*)<sup>4</sup>, fenômeno apresentado especialmente no trabalho seminal de Calvo (1998), que definiu tais paradas como períodos em que os influxos líquidos de capitais diminuem acentuadamente de maneira não antecipada. De outra maneira, o autor considera que oscilações negativas nas entradas de capitais são movimentos perigosos que podem resultar em falências e destruição do capital humano e dos canais de crédito locais. Não obstante uma vasta literatura tenha se concentrado no efeito dos fluxos de capitais sobre a produção (lado real), após a abrupta contração dos fluxos de capitais durante a CFG em 2008, que rapidamente deu lugar a sua retomada já ao longo de 2009, o tema volta à baila, dando origem a tratamentos empíricos mais elaborados com foco no lado financeiro. Os episódios de volumosos fluxos de capital passaram a ser classificados como “*surges*” e “*flights*”, bem como as reversões de capitais se tornaram “*stops*” e “*retrenchments*” (Caballero, 2012; Cardarelli *et al.*, 2010; Forbes & Warnock, 2012; IMF, 2011).

Por sua vez, do ponto de vista da literatura heterodoxa, o efeito da forte entrada de capitais na acumulação de passivos externos prejudica enormemente países periféricos quando as bolhas de preços de ativos estouram. As reversões súbitas de

---

<sup>4</sup> Há vários outros debates que destacam a dimensão cíclica dos fluxos de capital, como discussões sobre a sua pró-ciclicidade (Kaminsky *et al.*, 2004), alternância entre períodos de bonanças e crises (Reinhart & Reinhart, 2008), assim como o debate sobre os principais determinantes da dinâmica volátil dos fluxos de capitais (Calvo, Leiderman & Reinhart, 1993; Fernandes-Arias, 1996; dentre vários outros). Aqui, no entanto, nos concentramos no debate sobre *sudden stops*, pois após a CFG, períodos de volumosos influxos de capital nas economias emergentes, ou suas reversões, passaram a ser catalogadas como episódios de fluxos de capitais, conforme Calvo (1998).

capitais impactam o câmbio e a condução da política macroeconômica doméstica. Todavia, para nos dedicarmos à esta visão, faremos uma revisão breve nesta seção sobre a identificação de episódios de capitais estrangeiros que se ocupam em catalogar quantitativamente os influxos e reversões de capitais, sendo que tal análise também será feita empiricamente. Em paralelo, para entendermos o impacto desse fenômeno sobre a política macroeconômica, focamos na análise qualitativa, sobretudo sobre a composição e perfil dos capitais entrantes, ao passo que a literatura convencional apenas observa a sua frequência e duração das paradas súbitas.

Forbes & Warnock (2012) analisaram ondas (*waves*) nos fluxos internacionais de capitais e desenvolveram uma metodologia para identificar episódios de movimentos extremos de fluxos de capitais usando dados que diferenciam a atividade de estrangeiros e de investidores domésticos. Foram identificados episódios de “surtos” e “paradas” (aumentos e diminuições acentuadas, respectivamente, das entradas brutas) e “fuga” e “retração” (aumentos e diminuições acentuadas, respectivamente, das saídas brutas). Os resultados indicaram que fatores globais, especialmente o risco global, estão significativamente associados a situações extremas de episódios de fluxos de capitais. As características macroeconômicas nacionais foram, no geral, menos importantes e foi encontrada pouca associação entre os controles de capital e a probabilidade de ocorrerem picos ou paradas de fluxos de capitais estrangeiros.

Cavallo *et al.* (2013) propuseram uma nova taxonomia de paradas súbitas composta por sete categorias com definições que dependiam do comportamento dos fluxos de capitais brutos e líquidos. A incidência dos diferentes tipos de paradas súbitas foi detalhada ao longo do tempo e o tipo de parada súbita esteve relacionado com o desempenho econômico. As paradas súbitas nos fluxos líquidos associadas a reduções nas entradas brutas estiveram relacionadas a quedas maiores na produção do que aquelas em que dominaram nas saídas brutas. Os autores discutiram ainda os mecanismos que podem resultar em paradas súbitas nos fluxos brutos que não sejam paradas súbitas nos fluxos líquidos, de modo que as compras e vendas de ativos ou

passivos financeiros não exigissem um ajustamento acentuado da conta corrente. Ainda assim, verificou-se que paradas súbitas nos fluxos brutos, que não provocaram uma contração acentuada nos fluxos líquidos, também podem ser perturbadoras, particularmente paradas súbitas que são impulsionadas por fluxos de Outros Investimentos – que incluem fluxos bancários.

Eichengreen & Gupta (2017) analisaram paradas súbitas nos influxos de capitais para 34 economias emergentes entre 1991-2014. Os episódios foram classificados como uma parada repentina quando influxos de investimentos em carteira ou de outros investimentos de não residentes caíram abaixo da média nos 20 trimestres anteriores em pelo menos um desvio-padrão, quando o declínio dura mais de um trimestre, e quando os fluxos são dois desvios-padrão abaixo da sua média anterior em pelo menos um trimestre. Os dados foram divididos em dois subperíodos, sendo 1991-2002 e 2003-2014. Os resultados encontrados indicaram que, no geral, a frequência, duração e gravidade de paradas repentinas permaneceram praticamente inalteradas nos dois subperíodos. No entanto, a importância relativa dos diferentes fatores na sua incidência mudou. Em particular, fatores globais pareceram ter se tornados mais importantes em relação às características e políticas específicas de cada país. Cenários macroeconômicos e financeiros mais fortes permitiram que os *policymakers* respondessem de forma mais flexível, mas estas respostas mais flexíveis não garantiram o isolamento, nem atenuaram o impacto das paradas súbitas.

De maneira diferente dos trabalhos anteriormente citados, Agosin & Huaita (2012) utilizaram a conta financeira do balanço de pagamentos como mais próxima dos fluxos líquidos de capital. Com uma análise multivariada da probabilidade de sofrer uma parada brusca, foi testada a relevância dos *booms* de capital (episódios de grandes influxos de capitais para mercados emergentes) anteriores. Paradas súbitas foram definidas como momentos em que os fluxos de capital diminuem mais do que um desvio padrão da sua média, durante o período da amostra, e quando esse declínio for de pelo menos 5% do PIB, enquanto *booms* de capital (por oposição) são

aqueles momentos em que os fluxos de capital são maiores que um desvio padrão acima da média histórica e representam pelo menos 5% do PIB.

Os resultados de Agosin & Huaita (2012) indicaram que paradas repentinas são “reações descendentes exageradas” após períodos de “reações ascendentes exageradas” anteriores. Além disso, apontaram que a probabilidade de um país sofrer uma parada repentina aumenta consideravelmente a depender da duração do *boom*: esta probabilidade mais que duplica quando o *boom* dura três anos, e aumenta três a quatro vezes quando o *boom* dura quatro anos. A conclusão é a de que esses resultados: i) contradizem estudos anteriores que enfatizam a piora dos fundamentos como a causa final de uma parada repentina; ii) são de interesse político, devido aos enormes impactos negativos que as paradas bruscas têm na economia real.

Mais recentemente, com a parada súbita de capitais decorrente da pandemia por COVID-19, novos estudos foram desenvolvidos. Saídas de capitais enormes foram observadas em mercados emergentes e em economias periféricas. Ademais, a inversão abrupta de capitais ocorrida entre março e abril de 2020 adicionou pressões financeiras externas às graves consequências econômicas dos choques de oferta e de procura na sequência das medidas de confinamento decorrente da pandemia.

Sob este contexto, atualizando e desenvolvendo mais o conjunto de dados e metodologia de Forbes & Warnock (2012), citado anteriormente, os mesmos autores em artigo de 2021 tiveram como ponto de partida a seguinte questão: será que a ocorrência de “movimentos extremos de fluxos de capitais” – episódios de aumentos repentinos, paradas, fugas e reduções – mudou desde a Crise Financeira Global (CFG)? Os resultados do estudo sugerem que a ocorrência destes movimentos extremos de fluxos de capitais não aumentou desde a CFG, incluindo o período das fases iniciais da crise da COVID (primeiro semestre de 2020). Os motivadores desses episódios, no entanto, parecem ter mudado desde a CFG. Os movimentos extremos dos fluxos de capitais estiveram menos correlacionados com alterações no risco global e mais correlacionados com alterações nos preços do petróleo. De forma mais

geral, o que costumavam ser grandes “ondas” globais nos fluxos de capitais internacionais tornaram-se mais recentemente “ondulações” mais idiossincráticas.

Com a pandemia, o Fundo Monetário Internacional (FMI) implementou instrumentos para fornecer apoio financeiro emergencial e preventivo, além de ter defendido medidas abrangentes e ações consideradas “ousadas” de política interna, incluindo a utilização de ferramentas fiscais, monetárias e macroprudenciais para apoiar as economias. O Fundo apoiou a utilização de taxas de câmbio flexíveis para lidar com tensões externas e, ao mesmo tempo, forneceu financiamento de emergência a um amplo grupo de membros. Seus conselhos sobre o uso de medidas de fluxo de capital estavam em linha com a orientação de sua Visão Institucional, para ser usado apenas por países que enfrentam uma crise ou em casos de crise iminente. Portanto, mesmo após a CFG e a pandemia, o FMI mantém o mesmo posicionamento<sup>5</sup> acerca de como devem ser as medidas de controle dos fluxos de capitais diante de ondas de saída de capitais estrangeiros, como aponta Batini (2020, p. 9):

IMF advice on the use of capital flow measures to deal with a heavy wave of capital outflows has been more limited and in line with the Institutional View. Chapter 3 of the April 2020 GFSR, which is devoted to the challenge of managing volatile portfolio flows, offered a general conceptual template for dealing with capital flow volatility in EMs, concluding that in the face of an imminent crisis introducing capital outflow measures could be part of a broad policy package, but these measures cannot substitute or avoid warranted macroeconomic adjustment.

Na medida em que apenas amortecedores macroprudenciais – como os requisitos de reservas em moeda estrangeira – poderiam ser flexibilizados diante de uma crise iminente para mitigar as pressões de financiamento cambial, aqui ressaltamos que essas medidas são insuficientes para lidar com episódios extremos de fluxos de capitais. Para justificar tal posicionamento, passemos para análise crítica da volatilidade dos fluxos de capitais, especialmente em países periféricos.

### **Argumentos teóricos críticos à volatilidade dos fluxos de capitais**

Os fluxos de capitais para economias emergentes aumentaram enormemente nas últimas décadas. Assim, seguindo a interpretação desenvolvida na seção anterior,

---

<sup>5</sup> Importante pontuar que o FMI, em sua nova visão institucional, continua discriminando medidas de gestão de fluxos de capitais (CFMs) das medidas macroprudenciais. Enquanto “the design and implementation of CFMs should be transparent, targeted, temporary, and preferable non-discriminatory” (IMF, 2012, p. 20), nenhuma restrição é aplicada às medidas macroprudenciais.

esses aumentos deixariam essas economias mais vulneráveis às paradas súbitas de capitais. De fato, o que se vem observando é uma enorme reversão súbita de capitais em momentos de crises internacionais e a consequente necessidade de adoção de estratégias para mitigar os efeitos deste fenômeno de maneira localizada no tempo. No entanto, aqui entende-se que a reversão súbita é danosa pelo impacto que tem sobre as demais contas externas e sobre a sustentabilidade de resultados positivos do balanço de pagamentos no longo prazo, bem como pelo impacto sobre a condução de política macroeconômica – efeitos sobre câmbio, juros e endividamento público. Dessa maneira, adotar medidas para conter os efeitos da reversão dos capitais não é suficiente se não estiverem dentro de uma agenda ampla de medidas para gestão dos fluxos de capitais, especialmente é salutar entender as especificidades de cada tipo de fluxo de capital para analisar seus efeitos sobre a volatilidade da taxa de câmbio, do manejo da taxa de juros e de suas relações com as contas públicas.

Acreditamos que os países periféricos permanecem constantemente vulneráveis a acontecimentos alheios ao controle interno, mesmo após os desenvolvimentos acadêmicos mais recentes pós CFG. A vulnerabilidade não se manifesta em períodos de contexto econômico internacional favorável, mas está posta e fica explícita no momento seguinte do ciclo, durante o período de crise. Outrossim, em momentos em que a economia internacional vai bem, ocorre uma valorização da taxa de câmbio e o acúmulo de passivos externos. Mesmo quando os passivos externos não são denominados na moeda estrangeira há uma inesperada saída de capitais em momentos de estresse internacional, que coloca desafios importantes à condução da política macroeconômica doméstica. Isto é, a instabilidade financeira no Brasil e demais periféricos apresenta-se nas fases de retração de recursos (*famine*), mas também se verifica nas fases de rápida expansão (*feast*)<sup>6</sup>.

O problema essencial da pró-ciclicidade dos fluxos de capitais para esse conjunto de países é que há provas de que esses fluxos se tornaram um dos principais determinantes do ciclo econômico. Além disso, a oferta cíclica de financiamento é cada vez mais impulsionada pelas decisões de portfólio nos países industrializados, que podem ser inteiramente desvinculadas da demanda por capital em EED. Assim,

---

<sup>6</sup> Os termos “*Feast or Famine*” foram denominados pelo IMF (2003) como períodos de rápida expansão e retração de recursos, respectivamente, e substituíram a expressão “*on-off nature*”, anteriormente utilizada para caracterizar a dinâmica volátil dos fluxos de capitais para economias emergentes.

acredita-se que a instabilidade e as assimetrias das relações financeiras provenientes dos ciclos de liquidez internacional têm afetado adversamente o mundo em desenvolvimento. A primeira questão subjacente a este apontamento é a de que os fluxos internacionais de capitais dos últimos ciclos são intrinsecamente voláteis, sendo movidos por uma busca de rendimentos de curto prazo, e com isso, podem ser revertidos das economias emergentes a qualquer momento em busca da segurança dos ativos emitidos em moeda forte.

Akyuz (2011) identifica alguns canais de vulnerabilidade externa de economias em desenvolvimento diante de uma reversão do ciclo dos fluxos de capitais. O primeiro é a criação de crédito e as bolhas de ativos em períodos de expansão, os ciclos de preços de *commodities* primárias, geralmente associados com os ciclos financeiros (que apontam para um risco de deterioração também na conta corrente, quando o tempo de "bust" vem). O segundo canal é a expansão descontrolada do crédito doméstico com recursos externos (especialmente quando dirigida ao consumo e à produção de bens não-comercializáveis), e, acima de tudo, o acúmulo de grandes passivos externos denominados em moedas estrangeiras, em resposta à apreciação do câmbio e aos déficits em conta corrente.

Para Gallagher *et al.* (2012), é importante ressaltar que o comportamento cíclico que caracteriza os capitais vai além da volatilidade dos fluxos de curto prazo.

The major problem with these cyclical swings is their strong effect on major macroeconomic variables: that is, on exchange rates, interest rates, domestic credit, and asset prices. As a result of this, pro-cyclical capital flows exacerbate major macroeconomic policy trade-offs, significantly limiting the space to undertake counter-cyclical macroeconomic policies. For example, during a boom, countries may float the exchange rate to maintain some degree of monetary policy autonomy, but this merely displaces the effects of pro-cyclical capital flows to the exchange rate. The resulting deterioration in the current account allows these countries to 'absorb' the increasing flows but experience indicates that it also increases the probability and costs of crises. More exchange rate volatility generates, in turn, disincentives to invest in export and import-competing sectors. (Gallagher *et al.*, 2012, p. 14).

Ademais, a volatilidade do fluxo internacional de capitais reduz a margem de manobra das políticas macroeconômicas anticíclicas. Taxas de juros elevadas e

câmbio apreciado, decorrentes da pró-ciclicidade dos fluxos de capitais, geram efeitos deletérios sobre o endividamento público, e sobre o ritmo da atividade produtiva. Um efeito negativo importante é o alto custo fiscal de se manter reservas internacionais com o intuito de financiar os déficits em transações correntes resultantes da apreciação cambial nessas economias.

Outra importante consequência de fortes influxos de capitais é que esses episódios estão associados com a aceleração do crescimento do PIB, mas que pode reduzir drasticamente diante das reversões súbitas de capitais. Assim, flutuações do PIB são acompanhadas de grandes oscilações da demanda agregada e do balanço em conta corrente. Ademais, fortes entradas de capitais estrangeiros geram apreciação cambial, que danifica o potencial competitivo do setor exportador, podendo gerar também redução do crescimento econômico. Portanto, os consequentes desafios às políticas macroeconômicas dos países emergentes são grandes.

A despeito de reconhecer o papel da vulnerabilidade externa decorrente do comportamento dos fluxos de capitais e, portanto, das oscilações das taxas de câmbio, a literatura tradicional (revisada anteriormente) não leva em conta que são os próprios fluxos de capitais que criam relações com credores e, portanto, as vulnerabilidades externas de países periféricos. Assim, em linha com Kaltenbrunner & Paineira (2009), acredita-se que é preciso compreender a relação recíproca entre os fluxos de capitais e as vulnerabilidades externas, qual seja: são os próprios fluxos de capitais que criam as condições no sistema financeiro interno que, por sua vez, moldam a dinâmica do seu próprio comportamento. Em outras palavras, a exposição aos fluxos internacionais de capitais cria vulnerabilidades nos sistemas financeiros nacionais, que determinam então o comportamento dos próprios fluxos de capitais.

Outro ponto levantado pelos autores supracitados é que a literatura econômica dominante se centra apenas no papel da dívida externa na vulnerabilidade externa de um país. Por sua vez, argumentam que qualquer exposição dos ativos internos financiados por empréstimos externos criará vulnerabilidades que não estão diretamente relacionadas com as formas tradicionais de vulnerabilidades externas,

mas resultam da exposição cambial imediata do investimento entre países. Na presença de um grande estoque de investimento estrangeiro no país, qualquer alteração nas condições do mercado internacional e, portanto, face à necessidade de os investidores estrangeiros alterarem as suas carteiras, poderá levar a uma venda de ativos nacionais, que pode não estar totalmente relacionada com as condições da economia nacional. Como resultado, à medida que aumenta a presença de investidores estrangeiros na economia, a dinâmica dos mercados financeiros nacionais torna-se cada vez mais determinada pelas condições dos mercados financeiros internacionais. Ademais, os próprios investidores residentes também levam em conta as condições e oportunidades nos mercados internacionais.

Em relação aos determinantes da volatilidade dos fluxos de capitais<sup>7</sup>, há novas tendências de investigação que foram alimentadas pela ocorrência da CFG de 2008-2009. Enquanto estudos anteriores centraram-se na relação entre desequilíbrios da conta corrente e nos fluxos líquidos de capitais, Kaminsky (2019) aponta que a crise global mudou isso. O início desta crise foi precedido por um aumento dramático nos fluxos financeiros brutos, enquanto os fluxos líquidos de capitais permaneceram na sua maioria moderados. Assim, a atenção no meio acadêmico passou a se concentrar nas entradas e saídas brutas, com especial atenção aos fluxos bancários transfronteiriços antes da eclosão da crise e à mudança para a emissão de obrigações empresariais após a crise. A expansão e a contração dos fluxos de capital face à CFG também estimularam uma nova área de investigação: a captura do “fator global”.

Dessa maneira, não há como se dissociar o movimento dos fluxos de capitais e, assim, da dinâmica do sistema financeiro, que no caso dos países periféricos é hierarquicamente subordinada à dos países centrais, das condições financeiras nacionais e internacionais. A vulnerabilidade externa desses países pode estar sob a forma de um grande estoque de capitais estrangeiros nas economias, sendo que este próprio estoque é que determina o comportamento dos fluxos de capitais. O Brasil se

---

<sup>7</sup> A literatura é vasta sobre a explicação de fatores externos para a reversão dos fluxos de capitais direcionados para economias emergentes, cuja influência é denominada *push factors* (Calvo, Leiderman & Reinhart, 1993; Fernandez-Arias, 1996; Taylor & Sarno, 1997; Akyüz, 2011; Forbes & Warnock, 2012; Fratzscher, 2011; entre vários outros). Estes autores apontam que os fatores externos se referem a elementos que emanam da política monetária e das condições de países avançados, e do apetite pelo risco global, sendo assim, fatores alheios às economias domésticas. Aqui não iremos explorar essa análise porque estamos mais interessados nos efeitos da volatilidade de capitais.

encaixa nesse conjunto de países e se caracteriza de maneira bastante alinhada com este argumento e, por isso, será o foco da análise empírica deste trabalho.

### **Análise empírica sobre episódios extremos de fluxos de capitais: metodologia**

Para mensurarmos os movimentos extremos de fluxos de capitais utilizaremos a metodologia desenvolvida por Forbes & Warnock (2021). Os cálculos serão feitos com base nos fluxos brutos de capitais, uma vez que a análise dos fluxos líquidos (Ativos - Passivos) pode camuflar dinâmicas que são próprias para cada tipo de capital, por exemplo, para entendermos especificamente o comportamento dos aplicadores financeiros não residentes a choques externos. No mesmo sentido, focaremos apenas nas contas do lado do passivo da Conta Financeira, como os Investimentos em Carteira Passivos, Investimento Direto Passivos e Outros Investimentos Passivos, que, em sua maioria, agregam o movimento dos capitais de não residentes. Essa opção foi adotada por conta dos fluxos de não residentes serem predominantes na Conta Financeira brasileira.

Forbes & Warnock (2021) constatam quatro diferentes tipos de episódios extremos de fluxos de capitais, mas focaremos em dois desses que são os casos dos Surtos (*Surges*) e das Paradas (*Stops*). Os Surtos consistem em períodos de aumento acentuado da entrada bruta de capital de não residentes, enquanto as Paradas relatam os momentos em que há uma diminuição acentuada das entradas brutas de capital de não residentes.

O cálculo dos episódios de Surtos é feito com base nas variações dos fluxos brutos de capitais acumulados em quatro trimestres, para cada conta em separado, quando, concomitantemente, i) em mais de um período (trimestre) consecutivo essas variações são maiores que um desvio padrão (móvel de 5 anos) acima da média (móvel de 5 anos), e; ii) em pelo menos um desses trimestres a variação é maior do que dois desvios padrão (móvel de 5 anos) acima da média (móvel de 5 anos). No caso das Paradas o raciocínio é análogo, mas em relação às variações consecutivas que apresentam valores inferiores a um desvio padrão (móvel de 5 anos) abaixo da

média (móvel de 5 anos), e que em pelo menos um período essas variações sejam inferiores a dois desvios padrão (móvel de 5 anos) abaixo da média (móvel de 5 anos). Assim, seja  $K$  o fluxo bruto de capital, em uma das contas, em um trimestre,  $A$  o fluxo acumulado em quatro trimestres e  $V$  a variação do fluxo acumulado em quatro trimestres, temos:  $A_t = \sum_{i=0}^3 K_{t-i}$  com  $t = 1, 2, \dots, N$  e  $V_t = A_t - A_{t-4}$

A média e o desvio padrão móveis são calculados com base em  $V_t$  dos 5 anos (20 trimestres) anteriores. Assim, um episódio de Surto ocorre quando  $V_t$  é maior que um desvio padrão acima da sua média móvel em mais de um trimestre e, em pelo menos um desses,  $V_t$  seja maior que dois desvio padrão acima da sua média móvel. Já as Paradas ocorrem quando  $V_t$  é menor que um desvio padrão abaixo da sua média móvel em mais de um trimestre e, em pelo menos um desses,  $V_t$  é menor que dois desvio padrão abaixo da sua média móvel.

Como já foi dito, os cálculos serão aplicados para as contas do Passivo da Conta Financeira. Todavia, este trabalho avança ao analisar estas contas em mais um “nível de abertura”, sejam elas: ICP em Ações (*Equity Securities*); ICP em Títulos de Dívida (*Debt Securities*); IDP em Participação no Capital (*Equity and Investment Fund Shares*); IDP em Operações Intercompanhia (*Debt Instruments*) e; OIP em Instrumentos de Dívida (*Debt Instruments - Excluding Exceptional Financing*).

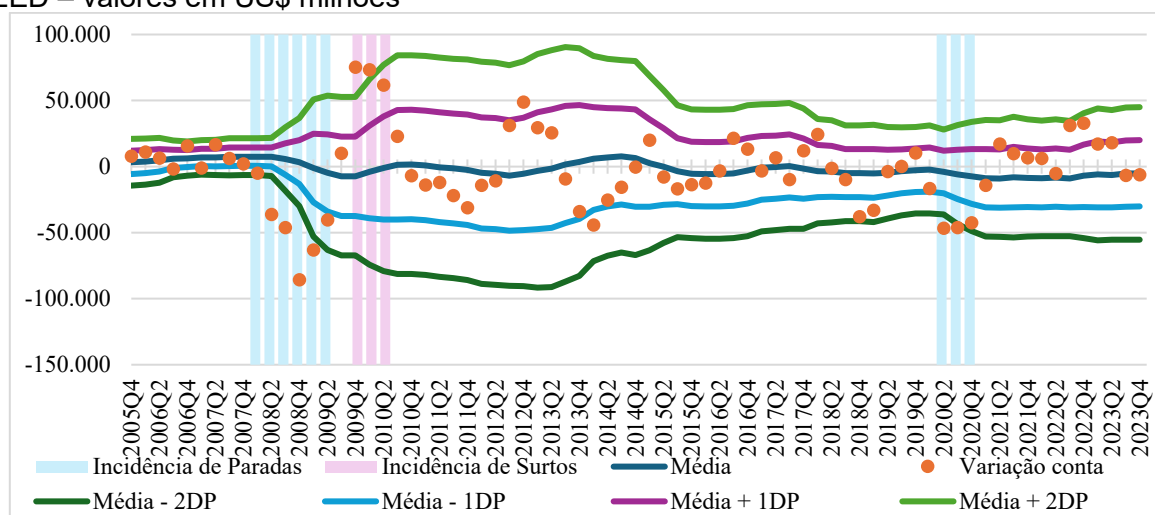
A análise dos períodos de movimentos extremos de fluxos de capitais será feita comparando o Brasil com um conjunto de países Emergentes e em Desenvolvimento (conforme classificação do FMI), no agregado. O foco no Brasil se dá pela intenção de entendermos melhor as questões da vulnerabilidade desse país. Os demais países selecionados foram aqueles que têm dados disponíveis dos seus fluxos de capitais, para o nível de desagregação citado, do primeiro trimestre de 2005 (2005:T1) ao quarto trimestre de 2023 (2023:T4). Com isto, foram selecionados 21 países para o grupo dos Emergentes e em Desenvolvimento (sem o Brasil)<sup>8</sup>, sendo que para cada conta, de cada país, foi admitido um máximo de 14% de dados faltantes.

<sup>8</sup> Os países selecionados foram os seguintes: Macedônia do Norte, Malásia, Uruguai, Ucrânia, Costa Rica, Cazaquistão, Polônia, Armênia, Argentina, Bulgária, Chile, Colômbia, Hungria, Indonésia, México, Filipinas, Romênia, Rússia, África do Sul, Tailândia e Turquia.

### Análise empírica sobre episódios extremos de fluxos de capitais: resultados

Ao observarmos a dinâmica dos fluxos de ICP em Ações e Fundos de Investimento para os EED (Gráfico 1) e seus episódios de movimentos extremos de capitais em relação ao Brasil (Gráfico 2), primeiramente destaca-se que o Brasil foi acometido com mais períodos de Surtos e Paradas, comparativamente. Similarmente, para estes dois, é observado uma redução abrupta de capitais (Parada) durante a CFG, ainda que para os EED esse movimento tenha se iniciado antes (2008:T1) do que no Brasil (2008:T3). No caso do Brasil, diferentemente, houve 5 trimestres em que o país passou por Surtos antes dos movimentos de Paradas.

**Gráfico 1** – Surtos e Paradas dos fluxos de ICP em Ações e Fundos de Investimento para os EED – valores em US\$ milhões

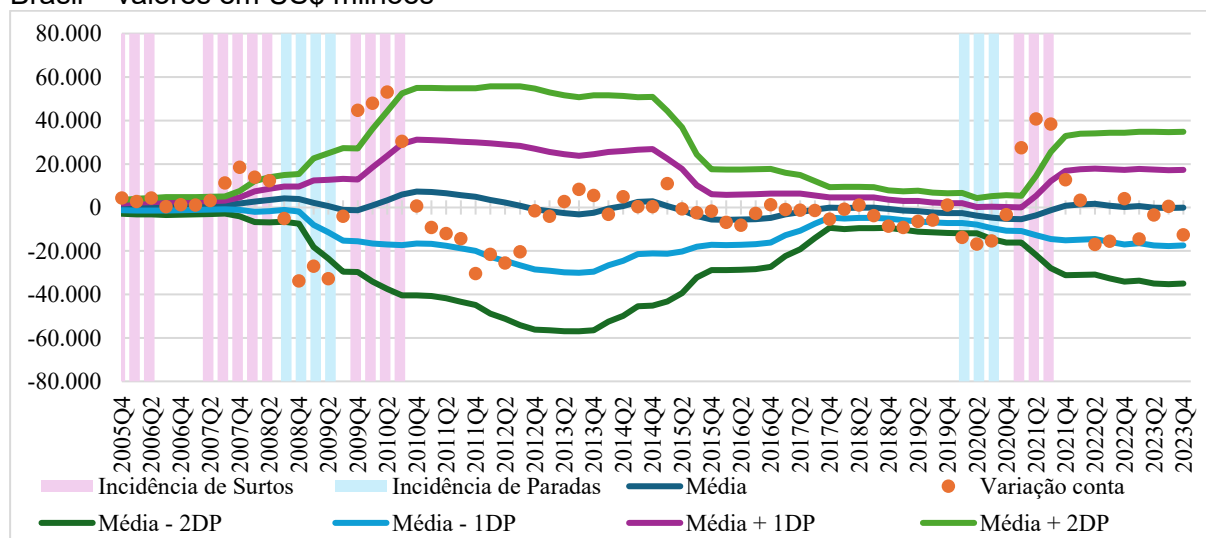


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e metodologia Forbes & Warnock (2021).

Logo após a CFG, tanto para Brasil como para os EED, são vistos períodos de Surtos de capitais (2009:T4), o que possivelmente está relacionado às medidas de *Quantitative Easing* (QE) adotadas pelos países centrais. Já em 2020 são vistas Paradas dos fluxos em ICP em Ações e Fundos de Investimento para Brasil e EED, provavelmente em virtude da crise pandêmica de Covid-19 (deflagrada em março de 2020). Outro movimento diferente observado para o Brasil foi que esse experienciou 3 trimestres de Surto de recursos em 2021, logo após a crise de Covid-19, período em

que também ocorreu políticas de QE nos EUA. Assim, é visto que para os fluxos de ICP em Ações e Fundos de Investimento o Brasil demonstrou uma maior susceptibilidade a movimentos extremos de capitais, ainda que as variações dos fluxos dos EED apresentaram uma maior dispersão no período como um todo.

**Gráfico 2 – Surtos e Paradas dos fluxos de ICP em Ações e Fundos de Investimento para o Brasil – valores em US\$ milhões**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e metodologia Forbes & Warnock (2021).

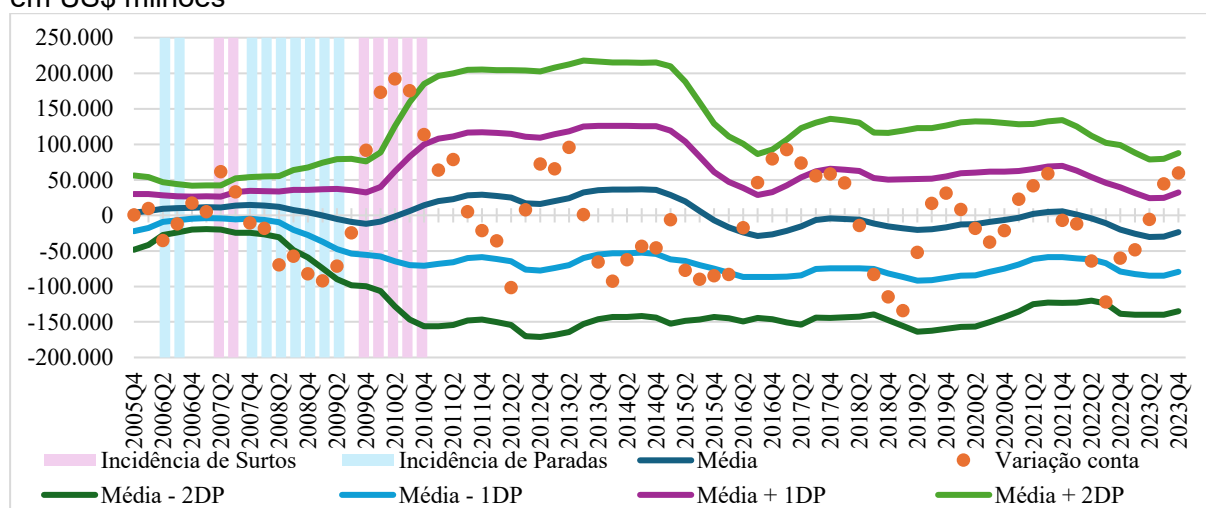
Também chama a atenção o maior desvio padrão, tanto para o Brasil como os EED, a partir de, aproximadamente, 2010, período em que as taxas de juros dos países centrais, principalmente dos EUA, estavam próximas de zero até 2015, quando inicia-se a reversão deste movimento e fim das políticas de *QE* (em resposta à Crise Financeira). Esse mesmo movimento também é observado no caso do Brasil, após a crise de Covid-19, quando também foram adotados *QE* políticas de expansão monetária pelos EUA.

Passando para a análise da conta ICP em Títulos de Dívida para os EED (Gráfico 3), o primeiro apontamento relevante é que esses fluxos são mais instáveis que os fluxos em Ações, como podemos observar pela magnitude dos dados medida pela variação da conta e desvios padrão (no eixo y do gráfico) e ocorrência de surtos

e paradas. Os emergentes sofreram Paradas em 2006 e na CFG, sendo que essas últimas foram mais longas (7 trimestres) quando comparadas com as que ocorreram pelos fluxos de Ações (6 trimestres).

A literatura aponta que, entre os fluxos de portfólio, os em Títulos de Dívida são mais voláteis do que portfólio em Ações (ver, por exemplo, Forbes & Warnock, 2012b; Pagliari & Hannan, 2017; Boonman, 2023). Ademais, há trabalhos – como Mercado & Park, 2011; Forbes & Warnock, 2012a; Tchorek et al., 2017 – que argumentam que é mais desejável para países emergentes atrair fluxos em Ações do que fluxos em Títulos de Dívida porque os influxos de Títulos são mais responsivos a fatores globais, em detrimento de fatores domésticos (os *push/pull factors* mencionados na seção 2) e, por isso, são mais voláteis.

**Gráfico 3** – Surtos e Paradas dos fluxos de ICP em Títulos de Dívida para os EED – valores em US\$ milhões



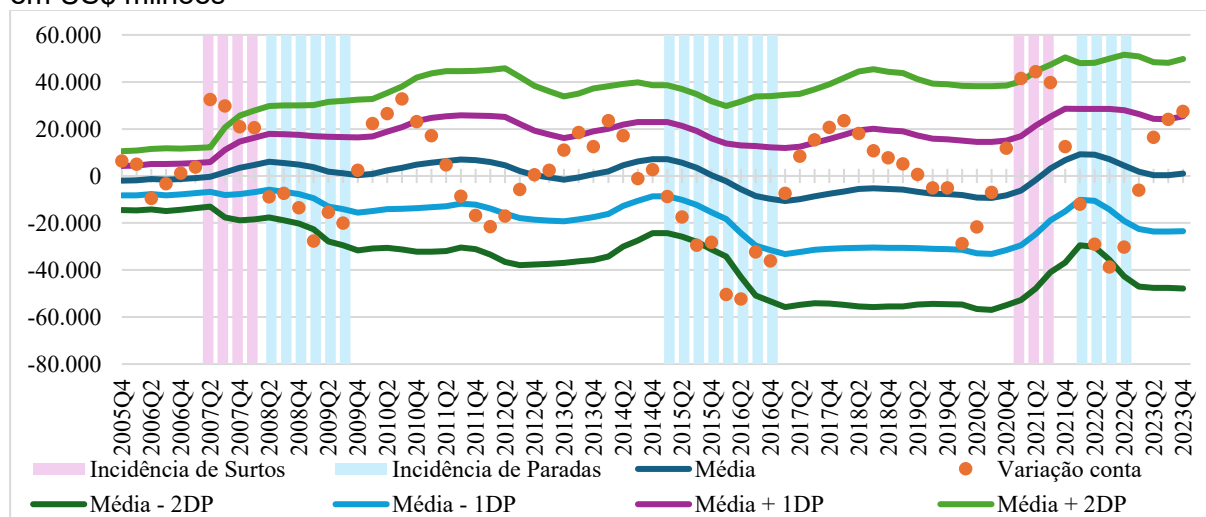
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e metodologia Forbes & Warnock (2021).

Quando comparamos a dinâmica desses fluxos entre Brasil (Gráfico 4) e os EED, vemos que o Brasil experimentou um Surto de capitais que se iniciou no 2007:T1 e foi até 2008:T1. Diante da CFG, a reação entre essas economias foi distinta, pois os EED demoraram mais tempo para se recuperarem. As Paradas se prologaram por 7 trimestres, ao passo que no Brasil duraram 6 trimestres. No entanto, após a crise os

EED experimentaram Surtos de capitais no final de 2009 e ao longo de 2010, o que não foi sentido pelo Brasil.

Ademais, o Brasil sofreu Paradas ao longo de 2015 e 2016, momento em que o mundo não experimentava crises. No entanto, há uma elevação da percepção de risco nos mercados financeiros em virtude da reversão das políticas de QE e início da elevação da taxa de juro nos EUA. Para a economia brasileira esses fatores se somam aos fatores domésticos na medida em que o país enfrentava uma crise econômica. As causas da crise econômica brasileira de 2015-16 envolvem discussões divergentes, que “passam por interpretações que atribuem a crise às políticas intervencionistas implementadas no país, até aquelas interpretações que sustentam que a recessão é consequência das políticas contracionistas adotadas em 2015/2016 (ou do chamado ‘austericídio’)” (Paula & Pires, 2017, p. 125). Apesar dos países emergentes como um todo terem enfrentado saída de capitais naqueles anos de 2015/2016, diante de um cenário externo desfavorável, a saída do Brasil foi mais intensa.

**Gráfico 4** – Surtos e Paradas dos fluxos de ICP em Títulos de Dívida para o Brasil – valores em US\$ milhões

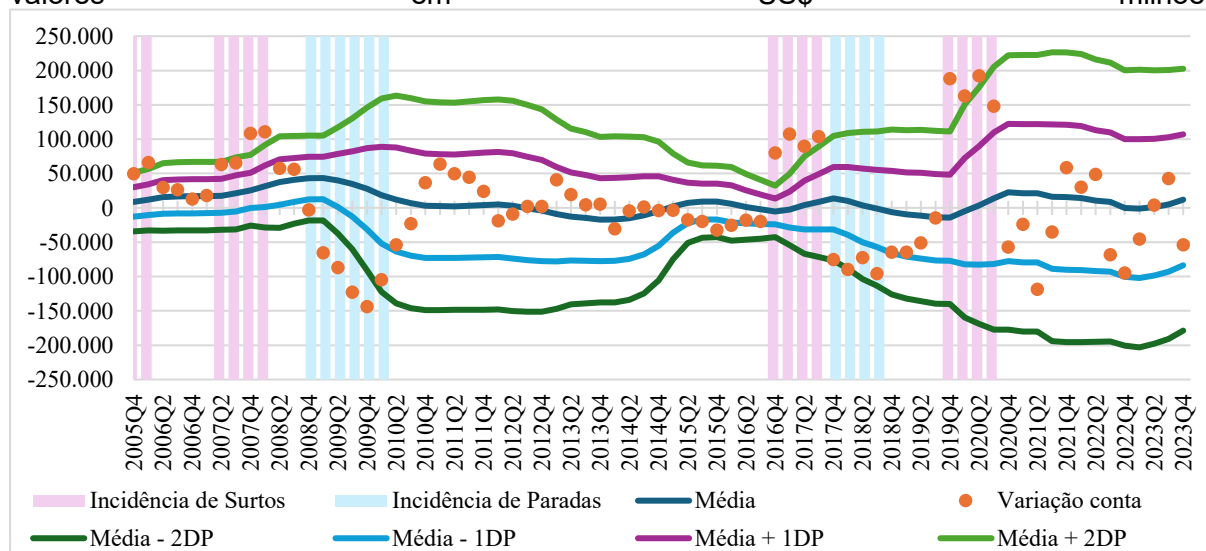


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e metodologia Forbes & Warnock (2021).

Mais tarde, em 2021, o Brasil é acometido por um Surto, que possivelmente está associado mais uma vez ao QE no EUA, e à elevação da taxa de juros Selic. No ano seguinte ocorre uma Parada de capitais em função da guerra na Ucrânia.

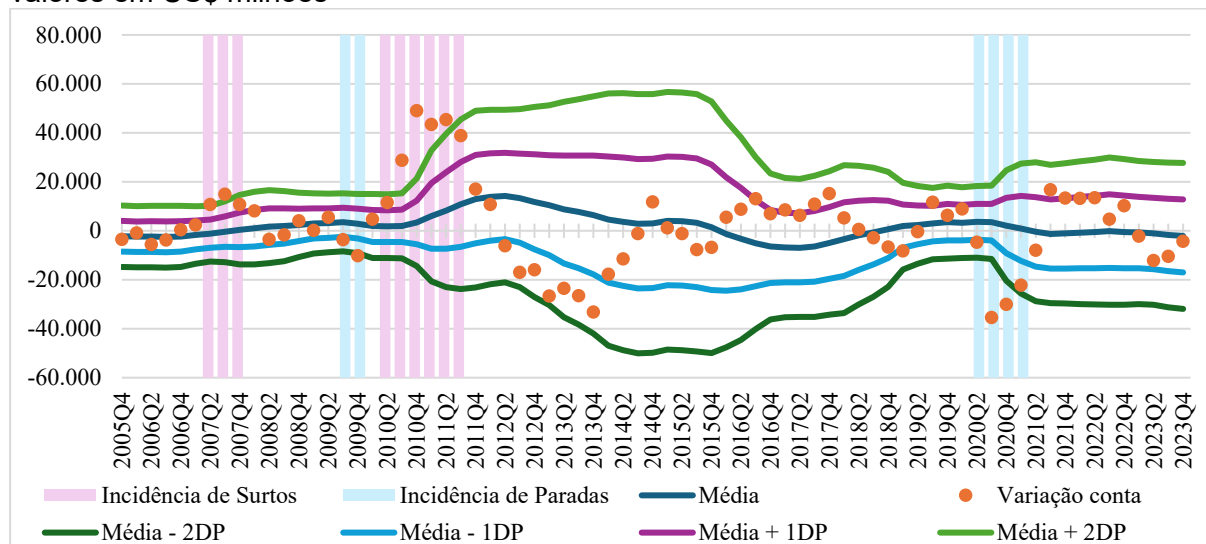
Quanto aos fluxos de IDP Participação no Capital (Gráfico 5 e Gráfico 6) é visto que esses também apresentaram períodos de movimentos extremos de capitais, ainda que sejam normalmente associados a fluxos mais estáveis. Todavia, para essa conta, o Brasil demonstrou-se menos susceptível a episódios de capitais do que os EED. Além disso, em relação à CFG, os fluxos em IDP Participação no Capital apresentaram Paradas só em 2009, enquanto os EDD e as contas anteriores exibiram Paradas já em 2008. Para o caso do Brasil, vemos Surtos em 2010 e 2011, próximos aos ocorrentes com os fluxos em Ações, em virtude das políticas de QE adotadas pelos países centrais. Para os Surtos no Brasil, nestes anos, também temos que considerar a elevação da cobrança do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) sobre as aplicações estrangeiras em renda fixa e renda variável (realizada em bolsa de valores ou em bolsa mercadorias e futuros), que teve como consequência o aumento das entradas via ID com o intuito de burlar essa regulação, como pode ser visto tanto para o caso de Participação no Capital como Operações Intercompanhia.

**Gráfico 5 – Surtos e Paradas dos fluxos de IDP em Participação no Capital para os EED – valores em US\$ milhões**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e metodologia Forbes & Warnock (2021).

**Gráfico 6 – Surtos e Paradas dos fluxos de IDP em Participação no Capital para o Brasil – valores em US\$ milhões**



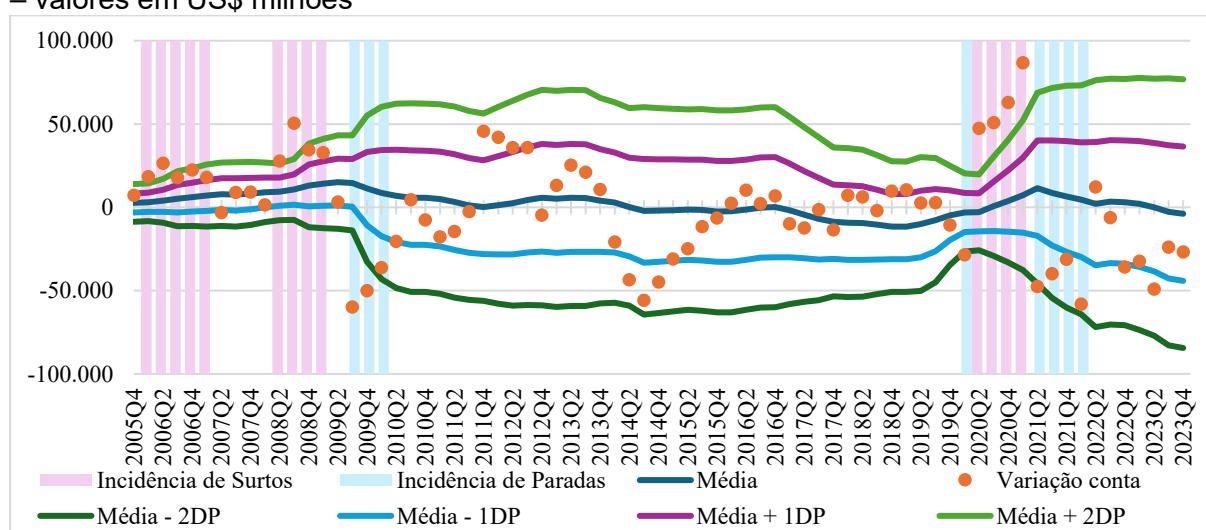
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e metodologia Forbes & Warnock (2021).

Outro período que chamou a atenção foi a restrição de capitais entrantes ocorrida na pandemia, com Paradas em 4 trimestres no caso do Brasil. Para os EED, curiosamente, observam-se quatro trimestres de Surto de recursos, que se inicia no 2019:T4 e permanece até 2020:T3, em plena crise de Covid-19. A ocorrência desses Surtos em 2020 se deve, na verdade, a uma forte entrada de capitais na Hungria, que se retirada da amostra, muda a dinâmica do grupo, passando até a apresentar Paradas de recursos. Para essa conta, do mesmo modo que para os ICP em Ações, é notado um aumento do desvio padrão de 2010 a 2015, período do afrouxamento monetário.

Para os fluxos de IDP Operações Intercompanhia é preciso chamar a atenção para o fato dessa conta também abarcar os investimentos de residentes, uma vez que também considera o Investimento Reverso, como, por exemplo, a tomada de recursos de uma matriz residente com a filial (em outros país). Esse tipo de transação é particularmente relevante para o caso do Brasil, como desenvolvido em Souza (2021).

Quanto a dinâmica dos IDP Operações Intercompanhia (Gráfico 7 e Gráfico 8), nota-se também a presença de Paradas e Surtos neste tipo de fluxo de capital, com frequência similar entre Brasil e EED, ainda que em períodos distintos. Similarmente, Brasil e EED apresentaram Paradas só a partir do terceiro trimestre de 2009, como visto nos IDP Participação no Capital no Brasil, não apresentando reduções expressivas de recursos durante a CFG. No caso dos EED, houve até Surtos de capitais em 2008.

**Gráfico 7 – Surtos e Paradas dos fluxos de IDP em Operações Intercompanhia para os EED – valores em US\$ milhões**

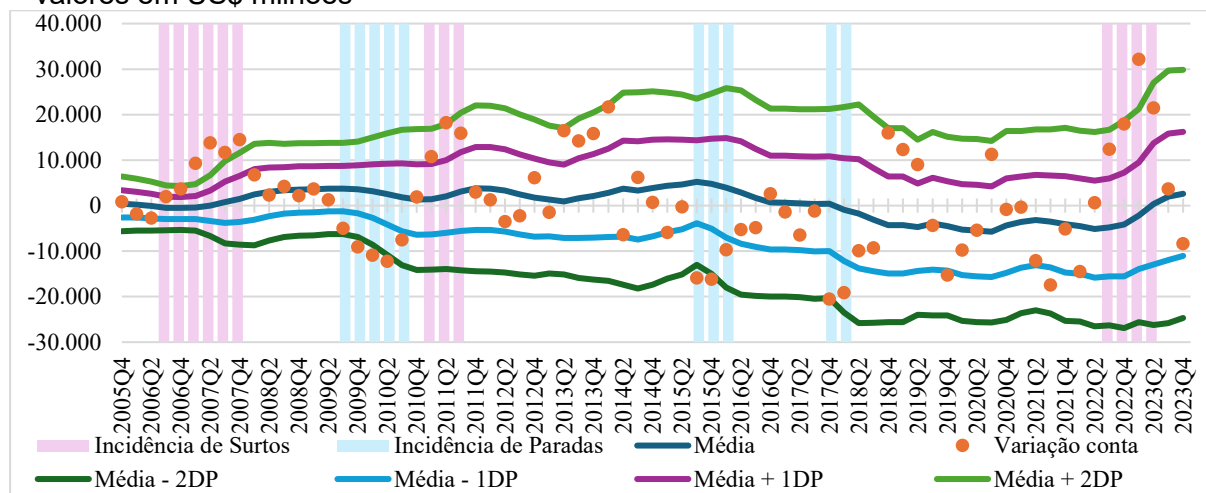


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e metodologia Forbes & Warnock (2021).

No caso do Brasil, também se vê Paradas em 2015 e 2016, que foi um período de crise econômico-política nesse país. Já para as Paradas em 2017 e início de 2018, essas se devem a um período atípico em que empresas que possuem suas matrizes no Brasil realizaram amortizações com suas filiais no exterior em volume considerável, gerando uma forte saída de recursos. Novamente chama a atenção a presença de Surtos de capitais nos EED em plena pandemia de Covid-19, ainda que com uma Parada no primeiro trimestre de 2020 e quatro Paradas a partir do segundo trimestre de 2021. Por fim, nota-se a expressiva frequência de variações abruptas dessa conta em todo o período analisado, sobretudo para o Brasil, que mesmo não

configurando-se como episódios de capitais em alguns momentos, evidenciou alta volatilidade.

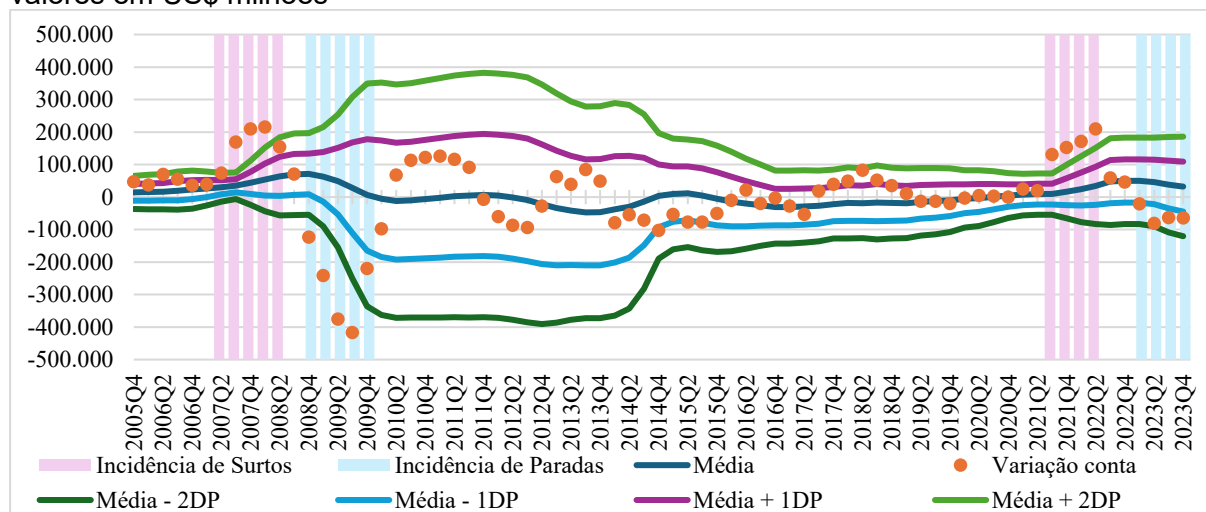
**Gráfico 8 – Surtos e Paradas dos fluxos de IDP em Operações Intercompanhia para o Brasil – valores em US\$ milhões**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e metodologia Forbes & Warnock (2021).

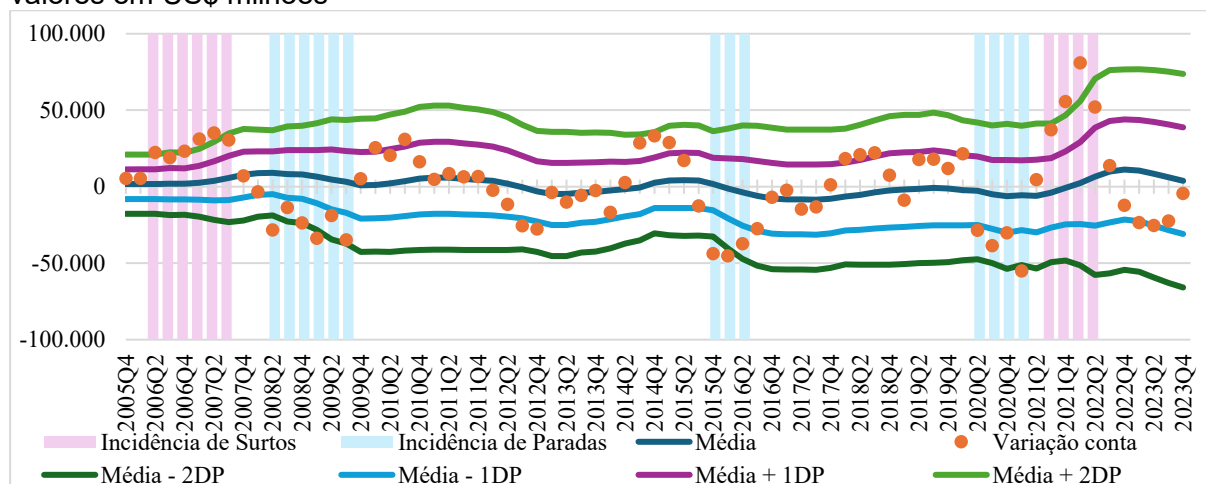
Antes de prosseguirmos com a análise dos fluxos de Outros Investimentos, em seu saldo passivo – OIP Instrumentos de Dívida – cabe aqui explicar que essa conta inclui empréstimos transfronteiriços diretos, tais como empréstimos recebidos de bancos estrangeiros por empresas nacionais, e financiamentos transfronteiriços do sistema bancário nacional através de empréstimos e depósitos recebidos do exterior. Os EED (Gráfico 9) são acometidos por Surtos em 2007 e 2008 e Paradas no auge da CFG, no 2008:T4 e nos 4 trimestres de 2009. Mas, o que chama a atenção nesse caso é a magnitude da dispersão dos fluxos entre 2010 e 2014. Como a metodologia utilizada para análise dos episódios é feita com base em média histórica dos últimos 5 anos, essa dispersão é explicada pelo efeito sentido durante a CFG. Como esses fluxos são majoritariamente bancários, os seus movimentos são muito sensíveis à política monetária dos EUA e experimentaram uma enorme contração durante a CFG. São também afetadas por fatores globais, como variação do VIX e do nível de atividade global, segundo De Crescenzo & Lepers (2024).

**Gráfico 9 – Surto e Paradas dos fluxos de OIP em Instrumentos de Dívida para os EED – valores em US\$ milhões**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e metodologia Forbes & Warnock (2021).

**Gráfico 10 – Surto e Paradas dos fluxos de OIP em Instrumentos de Dívida para o Brasil – valores em US\$ milhões**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e metodologia Forbes & Warnock (2021).

Enquanto isso, essa dinâmica de enorme dispersão não ocorre com o Brasil (Gráfico 10), que sentiu uma dispersão maior no período mais recente, decorrente da pandemia por COVID-19, quando esse foi acometido por 4 trimestres de Paradas de capitais (2020:T2 a 2021:T1) e, logo posteriormente, experienciou quatro trimestres de Surtos de capitais (a partir do 3º trimestre de 2021). Além disso, a dinâmica ao longo de todo o período analisado para o caso do Brasil segue um mesmo padrão de instabilidade, enquanto os EED tiveram essa mudança de dinâmica pós-CFG.

Vale salientar que os Surtos e Paradas decorrentes da CFG ocorreram em momentos distintos daqueles sentidos pelos EED, enquanto o Brasil é acometido por Surtos entre 2006 e 2007, o segundo conjunto de países sente mais tarde, em 2007 e em 2008:T1. Já as Paradas ocorreram no 2008:T4 e ao longo de 2009 para os EED, enquanto no Brasil essas se iniciam antes, a partir de 2008:T2 até 2008:T4.

Ademais, destacam-se as Paradas de capitais durante a crise econômica brasileira em 2015 e 2016, como também se comportou o fluxo de ICP Títulos de Dívida anteriormente analisado. Portanto, a dinâmica volátil dos fluxos de capitais de Outros Investimentos no Brasil, assim como a de outras subcontas, por responder às idiosincrasias do país, deve ser analisada especificamente e não deve seguir apenas uma agenda propositiva comum de gerenciamento de fluxos de capitais para economias emergentes.

### **Considerações Finais**

Partindo da concepção de que os fluxos de capitais podem ter efeitos desestabilizadores sobre as economias, e de que políticas públicas podem amenizar esses problemas, buscamos no presente artigo avançar na compreensão da dinâmica dos fluxos de capitais nos países Emergentes e em Desenvolvimento (EED). Nesse sentido, apresentamos uma análise detalhada dos episódios extremos de fluxos de capitais, destacando as diferenças e semelhanças entre Brasil e EED, delineando a análise por subconta da Conta Financeira.

Utilizando a metodologia de Forbes & Warnock (2021), foram identificados e examinados Surtos e Paradas de capitais no período de 2005 a 2023, incluindo a Crise Financeira Global (CFG) e a pandemia de COVID-19. Além de identificar a incidência e a duração dos episódios, demonstramos suas inter-relações com o cenário macroeconômico doméstico e internacional. A análise desagregada da Conta Financeira revelou que diferentes classes de investimentos, sobretudo comparando suas localidades (Brasil e EED), reagem de forma diversa, em alguns momentos, aos principais choques, ainda que em outros, os movimentos sejam semelhantes. Ou seja, o presente trabalho contribui para uma visão mais ampla das especificidades do Brasil, e das subcontas da Conta Financeira, em relação ao grupo dos EED estudado, reforçando a noção de que é crucial entender as especificidades de cada tipo de fluxo de capital para formulação de políticas públicas eficazes.

A partir das análises realizadas, as principais conclusões foram que:

- a) Em todas as contas e localidades foi observado a ocorrência de Paradas durante a CFG – ou logo após essa, para os casos dos IDP em Participação no Capital para o Brasil e IDP em Operações Intercompanhia para EED e Brasil.
- b) Em relação à pandemia, em 5 casos encontramos Paradas, sejam eles para: ICP em Ações e Fundos de Investimento para o Brasil e EED; IDP em Participação no Capital para o Brasil e; OIP em Instrumentos de Dívida para o Brasil.
- c) Em geral, também foi observado que as contas do Brasil apresentaram maior número de episódios extremos (Surtos e Paradas), comparativamente ao grupo dos EED, sendo a exceção apenas o caso dos IDP Participação no Capital.
- d) Já em relação à reversão das políticas de QE, e a crise econômica no Brasil, em 2015-16, apenas o Brasil, e pelas contas ICP em Títulos de Dívida, IDP em Operações Intercompanhia e OIP em Instrumentos de Dívida, apresentou Paradas. Ou seja, a reversão da política de facilitação monetária nos EUA não foi suficiente, por si só, para causar Paradas em todos os países analisados, ocorrendo no caso do Brasil pela somatória daqueles fatores. Além disso, destaca-se que os fluxos

relacionados ao mercado acionário (ICP em Ações e IDP em Participação no Capital) não foram afetados de forma extrema naquele momento.

- e) Chama a atenção o crescimento do desvio padrão (uma medida de volatilidade) em todas as contas, tanto para o Brasil como os EED, a partir da CFG, período em que as taxas de juros dos países centrais estavam próximas de zero. Na maioria dos casos – exceto ICP em Títulos de Dívida, IDP em Operações Intercompanhia e OIP em Instrumentos de Dívida para o Brasil – também é observado uma redução do desvio padrão a partir de 2015, quando inicia-se a reversão das políticas de QE.
- f) Mesmo os ID, considerados fluxos mais estáveis, apresentaram Surtos e Paradas de capitais, para Brasil e EED, e em número próximo ao das demais contas.

Destarte, embora algumas políticas macroprudenciais possam amenizar os efeitos da volatilidade dos fluxos de capitais, é essencial uma abordagem mais detalhada e preventiva. A regulação eficaz deve considerar as características específicas de cada tipo de capital e ser parte de uma agenda mais ampla de gestão dos fluxos de capitais, visando a redução da vulnerabilidade externa e a promoção da estabilidade econômica a longo prazo.

## REFERÊNCIAS

- Agosin, M. R. & Huaita, F. (2012). Over reaction in capital flows to emerging markets: Booms and sudden stops. *Journal of International Money and Finance*, 31(5), 1140-1155.
- Akyüz, Y. (2011). Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current Boom end with a Bust? *South Centre Research Paper 37*, March 2011.
- Boonman, T. M. (2023). Portfolio capital flows before and after the Global Financial Crisis. *Economic Modelling*, 127, 106440.
- Caballero, J. (2012). Do surges in international capital inflows influence the likelihood of banking crises?: cross-country evidence on bonanzas in capital inflows and bonanza-boom-bust cycles. *Inter-American Development Bank Working Paper* n. 305.
- Calvo, G. (1998). Capital flows and capital market crises: the simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, 1(1):33-54.

- Calvo, G. A., Leiderman, L. & Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 40(1):108-151.
- Cardarelli, R., Elekdag, S. & Kose, M. A. (2010). Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses. *Economic Systems*, 34(4):333-356.
- Cavallo, E., Powell, A., Pedemonte, M. & Tavella, P. (2013). A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About? *Inter-American Development Bank Working Paper* no.430.
- Conti, B. M. D., Prates, D. M., & Plihon, D. (2014). The hierarchy of currencies and its implications for peripheral countries exchange and interest rate dynamics and economic policy. *Economia e Sociedade*, 23, 341-372.
- De Crescenzo, A. & Lepers, E. (2024). Extreme Capital Flow Episodes From the Global Financial Crisis to COVID-19: An Exploration With Monthly Data. *Open Econ Rev.* <https://doi.org/10.1007/s11079-023-09745-2>.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. & Panizza, U. (2002). Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption, paper presented at a conference on Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin. *Inter-American Development Bank*.
- Eichengreen, B. & Gupta, P. (2017). Managing Sudden Stops. Monetary Policy and Global Spillovers: Mechanisms, *Effects and Policy Measures* 1, 9–47.
- Fernandez-Arias, E. (1996). The new wave of private capital inflows: Push or pull? *Journal of Development Economics*, Elsevier, v. 48, n.2, p. 389-418, March.
- Forbes, K. J. & Warnock, F. E. (2012a). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics* 88, pp.235-251.
- Forbes, K. J. & Warnock, F. E. (2012b). Debt-and equity-led capital flow episodes. *NBER Working Paper* 18329.
- Forbes, K. J. & Warnock, F. E. (2021). Capital flow waves—or ripples? Extreme capital flow movements since the crisis. *Journal of International Money and Finance*, 116, 102394.
- Fratzscher, M. (2011). Capital Flows, Push Versus Pull Factors and the Global Financial Crisis, *NBER Working Paper* 17357.
- Gallagher, K. P., Ocampo, J. A. & Griffith-Jones, S. (2012). *Regulating Capital Flows for Long-Run Development*, Frederick S. Pardee Center for the Study of Longer Range Development, Boston: Boston University.
- IMF (International Monetary Fund) (2003). Global financial stability report: market developments and issues. Washington, DC: IMF.
- IMF (International Monetary Fund) (2011). Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework.
- IMF (International Monetary Fund) (2012). The liberalization and management of capital flows: an institutional view. Washington: IMF, 2012.

- Kaltenbrunner, A. & Paineira, J. P. (2009). New Forms of External Vulnerability: Brazil in the Global Financial Crisis, 15, *Research on Money and Finance*.
- Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M., & Vegh, C. A. (2004). When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies. *NBER macroeconomics annual*, 19, 11-53.
- Kaminsky, G. L. (2019). Boom-bust capital flow cycles. *National Bureau of Economic Research (NBER) paper*, (No. W 25890).
- Mercado, R. V. & Park, C. Y. (2011). What Drives Different Types of Capital Flows and their Volatilities in Developing Asia? *International Economic Journal*, 25(4), 655–680.
- Paula, L. F. & Pires, M. C. (2017). Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*. Vol. 31, n. 89. São Paulo, jan./abr.
- Paula, L.F., Fritz, B. & Prates, D. (2020). The metamorphosis of external vulnerability from original sin to original sin redux: Currency hierarchy and financial globalisation in emerging economies, *Texto para discussão IE-UFRJ 033*.
- Reinhart, C. M. & Reinhart, V. R. (2008). Capital Flow Bonanzas: Na Encompassing View of the Past and Present. *NBER International Seminar on Macroeconomics*, 5(1):9-62.
- Scheubel, B., Stracca, L. & Tille, C. (2024). The global financial cycle and capital flows: Taking stock. *Journal of Economic Surveys*. DOI: 10.1111/joes.12621.
- Souza, H. F. (2021). Fluxos de capitais e vulnerabilidade externa: o estudo da dinâmica financeira dos investimentos diretos nos países do BRICS (2000-2019). Tese de Doutorado. PPGE-UFU.
- Taylor, M. P & Sarno, L. (1997). Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants, *World Bank Economic Review*, World Bank Group, vol. 11(3), pages 451-70, September.
- Tchorek, G., Brzozowski, M. & Śliwiński, P. (2017). Determinants of capital flows to emerging and advanced economies between 1990 and 2011. *Port Econ J* 16, 17–48.

## NOTAS DE AUTOR

### CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA

**Vanessa da Costa Val Munhoz** – Concepção e elaboração do manuscrito. Coleta de dados. Análise de dados. Construção da versão final do trabalho.

**Henrique Ferreira de Souza** – Concepção e elaboração do manuscrito. Coleta de dados. Construção da Base de Dados. Participação ativa da discussão dos resultados. Revisão e aprovação da versão final do trabalho.

### FINANCIAMENTO

Não se aplica.

### CONSENTIMENTO DE USO DE IMAGEM

Não se aplica.

### APROVAÇÃO DE COMITÊ DE ÉTICA EM PESQUISA

Não se aplica.

### CONFLITO DE INTERESSES

Não se aplica.

**LICENÇA DE USO**

Este artigo está licenciado sob a [Licença Creative Commons CC-BY](#). Com essa licença você pode compartilhar, adaptar, criar para qualquer fim, desde que atribua a autoria da obra.

**HISTÓRICO**

Recebido em: 28-05-2025

Aprovado em: 23-04-2026