**Análise empírica dos determinantes dos fluxos de capitais financeiros para os países em desenvolvimento no contexto da globalização financeira**

Autor 1[[1]](#footnote-1)

Autor 2[[2]](#footnote-2)

**Resumo**

Este artigo pretende dar uma contribuição à literatura empírica sobre os determinantes dos fluxos de capitais de natureza financeira direcionados aos países em desenvolvimento por meio de um modelo econométrico de dados em painel com a utilização do método dos momentos generalizados. Os resultados obtidos corroboram os estudos anteriores que apontam para um predomínio dos fatores externos sobre os internos na determinação desses fluxos. Merece destaque o indicador de volatilidade VIX CBOE, o qual pode ser interpretado, a partir de uma perspectiva pós-keynesiana, como um indicador de preferência por liquidez. Nos testes que relacionaram a *dummy* para os anos de crise com as variáveis internas, as variáveis reservas sobre o endividamento externo e déficit em transações correntes sobre o PIB se mostraram estatisticamente significativas, sendo que a primeira atenuou, enquanto a segunda acentuou o impacto das crises.

**Palavras-chave**: sistema monetário e financeiro internacional; fluxos de capitais; países em desenvolvimento; dados em painel.

**Abstract**

This article aims to contribute to the empirical literature on the determinants of financial capital flows to developing countries using an econometric panel data model with generalized method of moments. As in former studies, the results showed the predominance of external factors over internal ones in determining capital flows. It is noteworthy the CBOE VIX volatility indicator, which showed significant and with the expected sign on the eleven tested equations. According to the post-Keynesian perspective adopted in this paper, this indicator could be interpreted as an indicator of the liquidity preference of private agents.

**Key words**: International monetary and financial system; capital flows; developing countries; panel data model.

**Classificação JEL**: C33, F32

## Introdução

O presente trabalho tem como principal objetivo dar uma contribuição à literatura empírica sobre os determinantes dos fluxos de capitais de natureza financeira (investimentos de portfólio e empréstimos bancários) por meio de testes com base no método dos momentos generalizados (MMG). Adicionalmente, tem-se os seguintes objetivos específicos: i) realizar uma síntese da abordagem pós-keynesiana sobre a dinâmica dos fluxos de capitais após o colapso do regime de Bretton Woods, destacando a relação entre essa dinâmica e as características do Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) contemporâneo; ii) revisar, de forma não extensiva, a literatura empírica sobre os determinantes dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento[[3]](#footnote-3) após sua inserção no processo de globalização financeira[[4]](#footnote-4); e iii) averiguar quais variáveis classificadas como *pull-factors* (fatores internos) seriam significativas na explicação da dinâmica desses fluxos nos momentos de crise.

Esse estudo empírico tem como embasamento teórico a abordagem pós-keynesiana, que destaca conceitos centrais para a análise da dinâmica dos fluxos de capitais no contexto da globalização financeira, tais como a incerteza, a preferência pela liquidez e as assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) contemporâneo, que é um arranjo hierarquizado em torno de uma divisa-chave (o dólar fiduciário).

Ainda há muitas divergências na literatura sobre quais seriam os principais determinantes dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento. Essa controvérsia remonta ao início dos anos 1990, quando vários estudos procuraram identificar os determinantes da retomada desses fluxos de capitais no início dos anos 1999. De acordo com Isard (2005), o principal motivo para essa retomada teria sido a abertura financeira desses países a partir do final dos anos 1980 que, aliada à adoção do Plano *Brady*, teria impulsionado a reinserção desses países no mercado financeiro internacional. Já Prates (1999) aponta como principais determinantes do retorno dos fluxos de capitais privados naquele momento o contexto de redução da taxa de juros pelo *Federal Reserve* (Fed) e o movimento de diversificação de portfólio pelos agentes privados globais. Nesse sentido, a autora considera que a dinâmica desses fluxos é subordinada preponderantemente a condicionantes exógenos e que fatores internos aos países (os chamados fundamentos macroeconômicos) teriam apenas um papel secundário. Na mesma linha de argumentação, Biancareli (2006) sustenta que, apesar de fatores internos também influenciarem os fluxos de capitais, são os fatores exógenos à economia doméstica que determinam seu direcionamento.

O debate sobre a preponderância dos determinantes internos (*pull factors)* ou externos (*push factors)* na dinâmica dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento não se restringiu ao ciclo dos anos 1990. Também proliferaram estudos sobre os determinantes dos ciclos de fluxos de capitais no novo milênio. A maioria dos trabalhos empíricos refere-se aos fatores exógenos como sendo: rendimento em renda fixa e eventualmente renda variável de aplicações financeiras nos Estados Unidos, crescimento econômico dos países desenvolvidos e aversão ao risco dos agentes que atuam no mercado financeiro. Já os fatores internos incluem, principalmente, os indicadores de estabilidade macroeconômica e melhora da rentabilidade dos ativos domésticos (seja pela combinação de juros elevados com valorização cambial, seja pela expectativa de valorização da riqueza financeira até então depreciada).

Este artigo está divido em quatro seções, além desta introdução e da conclusão. A primeira seção faz uma síntese da abordagem pós-keynesiana para a dinâmica dos fluxos de capitais, destacando a relação entre essa dinâmica e as características do SMFI contemporâneo. A seção seguinte traz uma revisão, de forma não extensiva, dos trabalhos empíricos sobre os determinantes dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento após sua inserção no processo de globalização financeira. A terceira seção apresenta o método de análise e o modelo utilizado. A quarta e principal seção do trabalho apresenta os resultados do estudo empírico realizado sobre os determinantes dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento, que se diferencia dos demais estudos sobre o tema em função, sobretudo, de duas características: em primeiro lugar, pela abrangência do painel adotado, que incorporou 42 países em desenvolvimento de 4 diferentes continentes num período de 21 anos (de 1988, quando esses países iniciaram sua inserção na globalização financeira, a 2008, ano da crise financeira global); em segundo lugar, estimou-se inicialmente um modelo com 16 variáveis para posteriormente encontrar um modelo final com 4 variáveis caracterizadas como *push factors* e 5 variáveis caracterizadas como *pull factors*. Inova-se também com a adoção da variável VIX CBOE, como representação da preferência por liquidez dos agentes privados globais. Ademais, a análise econométrica realizada, além de robusta e consistente, devido à utilização do método dos momentos Generalizados-Sistema (MMG-S) pela metodologia propostapor Windmeijer (2005),realizou testes adicionais para averiguar quais variáveis classificadas como *pull-factors* seriam significativas para determinar os fluxos de financeiros nos momentos de crise.

Os resultados do estudo empírico realizado sancionam a hipótese sustentada pela abordagem pós-keynesiana adotada como referencial teórico nesse artigo, qual seja: de que os determinantes externos dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento são mais relevantes do que os determinantes internos.

## 1. Revisão Teórica

A dinâmica dos fluxos de capitais de natureza financeira (investimentos de portfólio e empréstimos bancários) revelou-se altamente volátil após o colapso do sistema de Bretton Woods, em 1973 (Andrade e Prates, 2012). Essa volatilidade tem uma relação direta com as alterações nas preferências por liquidez dos agentes privados globais, a qual, por sua vez, está ligada intimamente à incerteza, entendida no sentido empregado por Keynes (1937), qual seja: incerteza absoluta, que não pode ser confundida com risco probabilístico[[5]](#footnote-5). Probabilidades são calculadas a partir de repetidas experiências em que são mantidas as mesmas condições. Para eventos macroeconômicos, as condições para se formar as probabilidades não seriam válidas. Isto porque, mesmo que se tenham informações sobre o passado e o presente , não há qualquer garantia de que as condições seriam mantidas no futuro (Davidson, 1983)[[6]](#footnote-6).

A preferência por liquidez reflete o desejo de um agente de manter uma parcela ou totalidade da sua riqueza financeira em moeda ou ativos líquidos. O grau de preferência por liquidez está diretamente associado à incerteza, que afeta as decisões dos agentes nas esferas industrial e financeira. Na esfera industrial, as pessoas necessitam de liquidez para honrar seus compromissos correntes (motivo-renda e *finance*) e futuros (motivo-precaução), os quais podem ser despesas ou oportunidades inesperadas. Este último motivo, que está relacionado com a preferência por liquidez, é o mais sensível às variações no grau de confiança dos agentes em suas previsões. Já na esfera financeira, o motivo especulação está relacionado com a tentativa de melhor interpretação do que ocorrerá no futuro. A incerteza quanto à taxa de juros futura afeta a preferência por liquidez no presente. Isto porque se uma redução na taxa de juros vigente resultar numa aposta de elevação dessa taxa no futuro (ou seja, queda do preço dos títulos), as pessoas preferirão manter sua riqueza na forma monetária (Keynes, 1983).

Para uma melhor compreensão do comportamento dos agentes privados relacionado ao motivo especulação, cabe uma explicação de como eles reagem diante da impossibilidade de realizar previsões confiáveis a respeito do futuro. De acordo com Keynes (1937, p. 114), o agente econômico utilizaria, principalmente, os seguintes mecanismos na tomada de decisão sob condições de incerteza: i) o presente é um melhor guia para o futuro do que as experiências passadas; ii) o estado existente da opinião expresso nos preços é baseado num resumo correto das perspectivas futuras, ao menos até que algo novo e relevante entre em cena; e iii) o julgamento com base nas convenções, isto é, a compreensão de que os demais agentes tem maior conhecimento que o indivíduo, o que implica uma tendência de mimetismo.

Como bem interpretado por Amado (2003, pg 6), embora esse comportamento baseado em convenções possa reduzir a percepção de incerteza para o indivíduo e, em certo aspecto, também para o coletivo, mudanças nas condições que sustentavam as percepções anteriores impactam as expectativas dos agentes, podendo provocar movimentos bruscos em direção à liquidez. Essa volatilidade pode ocorrer porque “o movimento das expectativas individuais ocorre no mesmo sentido, dado que a base convencional para a formação de expectativas é mantida”. Ou seja, a tendência de mimetismo se mantém independentemente do grau de preferência por liquidez. Destarte, fuga para liquidez ou maior alocação em ativos de maior retorno, mas menos líquidos, são sempre acompanhados de movimentos bruscos devido ao comportamento baseado nas convenções, o que também pode ser entendido como efeito-manada.

A abordagem de Keynes sobre o comportamento convencional dos agentes privados num contexto de incerteza, sintetizada acima, circunscreveu-se a uma economia fechada. Quando se considera uma economia aberta, o perfil do sistema monetário internacional (SMI) deve ser introduzido na análise, As características do SMI contemporâneo, que emergiu após o colapso do sistema de Bretton Woods - dólar fiduciário como divisa-chave no topo da hierarquia de moedas, regime de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais (Prates, 2005) – imprimiram uma alta volatilidade dos fluxos de capitais, tornando ainda mais frágil o estado de convenções subjacente à tomada de decisão dos agentes privados globais.

A mudança da natureza da divisa-chave, que deixou de ser vinculada ao ouro e passou a ser exclusivamente fiduciária, concedeu um grau de autonomia de política econômica ainda maior ao país emissor , os Estados Unidos, já que seu passivo externo não é mais conversível na relíquia bárbara (Serrano, 2002) No entanto, como alerta Belluzzo (1997), a política monetária dos Estados Unidos não é completamente independente da decisões de alocação de portfólio dos agentes privados globais uma vez que a situação de devedor líquido e deficitário na conta corrente do balanço de pagamentos o país emissor da divisa-chave pode, eventualmente, exigir elevações da sua taxa de juros básica para atração do capital externo necessário. Mesmo que essa situação limite não se verifique, mudanças na taxa de juros da divisa-chave, associadas a objetivos internos (controle da inflação ou crescimento), afetam decisivamente a direção dos fluxos de capitais internacionais. Deste modo, a natureza fiduciária do dólar tornou a dinâmica desses fluxos e a política monetária do país emissor da divisa-chave ainda mais interligadas (Prates, 2005).

As duas demais características do SMI contemporâneo - livre mobilidade de capitais e regime de câmbio flutuante – também contribuíram para acentuar a volatilidade dos fluxos de capitais. O fim dos controles sobre esses fluxos permitiu sua ampla mobilidade, acirrando a concorrência para atração dos capitais internacionais, que passaram a arbitrar em diferentes mercados em busca de maiores retornos. Enquanto em momentos de otimismo, os investidores busquem a valorização do seu capital, em momentos de pessimismo e maior preferência pela liquidez em âmbito internacional, eles demandam o ativo mais líquido, qual seja, os títulos públicos dos Estados Unidos. Como o regime cambial é flutuante, as taxas de câmbio passam a ter movimentos bruscos, o que também abre oportunidades de ganhos especulativos nos mercados de câmbio, que reforçam ainda mais sua volatilidade (idem).

Também é importante ressaltar que não há uma relação simétrica entre a elevação e a redução na taxa de juros do país emissor da divisa-chave do SMI e a direção dos fluxos de capitais. Um aumento significativo nessa taxa de juros, supondo constantes as taxas de juros nos demais países, atrairá capitais para esse país. Porém, uma redução não significará, necessariamente, saídade capitais uma vez que os títulos de dívida pública desse país é o receptáculo da incerteza em âmbito internacional (Prates, 2005). Nesse caso, a direção dos fluxos de capitais dependerá do grau de aversão ao risco e de preferência de liquidez dos agentes privados globais.

Se, por um lado, o país emissor da divisa-chave é o maior receptor dos capitais nos momentos de incerteza, de outro lado, os países em desenvolvimento, emissores de moedas periféricas – que não desempenham nenhuma função da moeda em âmbito internacional e, assim, se situam no piso da hierarquia de moedas - são os mais sensíveis às mudanças nas expectativas dos agentes privados globais. Conforme argumenta Dow (2001), elevações na preferência por liquidez desses agentes provocarão uma fuga de capitais dos países em desenvolvimento em direção à divisa-chave ou ativos nela denominados. Como as mudanças de expectativas dos agentes tendem a ocorrer de forma mimética, os países emissores de moedas periféricas são os mais suscetíveis aos efeitos adversos dos movimentos de manada.

Assim, a dinâmica dos fluxos de capitais direcionados aos países emissores de moedas periféricas reflete uma das assimetrias do sistema financeiro internacional contemporâneo, que refere ao caráter exógeno dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento. Em outros termos, isso significa que há predominância dos *push-factors* sobre os *pull-factors*.

Países em desenvolvimento com mercados financeiramente abertos se tornam muito suscetíveis às mudanças de humor dos agentes privados globais. Sendo assim, as entradas de capitais nesses países podem cessar mesmo que não haja uma piora nas condições internas, sendo suficiente, como comentado acima, a alteração nas expectativas dos agentes privados globais. Contudo, indicadores macroeconômicos negativos poderiam elevar ainda mais a suscetibilidade dos países em desenvolvimento frente às alterações nos estados de confiança desses agentes. Deste modo, entende-se que os países em desenvolvimento em desenvolvimento necessitem apresentar bons “fundamentos macroeconômicos”, porém, eles não são suficientes para evitar saídas repentinas dos fluxos de capitais nos momentos de reversão das expectativas. Em contrapartida, em momentos de menor preferencia pela liquidez dos agentes privados globais, há uma elevação na parcela de ativos de menor qualidade e maiores rendimentos em suas carteiras, dentre os quais os títulos de renda fixa e ações dos países em desenvolvimento se enquadram (Prates, 2002 e Cintra e Prates, 2006).

A segunda assimetria do sistema financeiro internacional diz respeito às diferenças de profundidade e liquidez dos mercados. De um lado, o volume dos fluxos de capitais destinados aos países em desenvolvimento é significativo frente à dimensão dos respectivos mercados financeiro e cambial. Deste modo, os recursos externos que ingressam nesses países em fases de grande otimismo podem alterar bruscamente as condições então vigentes. De outro lado, esse volume equivale a uma pequena parcela do portfólio dos grandes *players* internacionais; caso eles decidam alterar suas posições, seja por uma simples mudança de estratégia, seja pela reversão do ciclo de liquidez internacional, ocasionarão impactos severos nos fluxos de capitais para essas economias (PRATES, 2002).

## 2. Revisão empírica

Um dos trabalhos empíricos pioneiros que buscaram estimar a preponderância dos *push* e *pull factors* foi Calvo, Leiderman e Reinhart (1993). Os autores realizaram estimativas com base na técnica VAR para dez países latinos americanos durante o período que engloba janeiro de 1988 a dezembro de 1991[[7]](#footnote-7). Os resultados obtidos apontam para a maior relevância dos fatores exógenos, em especial a taxa de juros dos Estados Unidos que havia se reduzido no período em questão.

Fernandez-Arias (1996) obteve resultados semelhantes ao estudo anterior, encontrando estimativas significativas entre a taxa de juros dos Estados Unidos e a entrada líquida dos fluxos financeiros. Além da importância direta dessa variável, ela mostrou-se determinante no comportamento do risco de crédito dos países em desenvolvimento. Ao mesmo tempo, variáveis internas, como o estoque de capital externo e o total das reservas internacionais não apresentaram resultados significativos.

Chuhan, Claessens e Mamingi (1993) e Taylor e Sarno (1997) realizaram estimações para investigar os determinantes dos investimentos de portfólio dos Estados Unidos em nove países latinos americanos e nove asiáticos entre janeiro de 1988 e setembro de 1992. Os resultados obtidos pelo primeiro trabalho indicam que os fluxos de capitais para os países latino-americanos são determinados de forma equivalente pelos fatores internos e externos, enquanto nos países asiáticos os fatores internos mostraram-se mais relevantes. O segundo trabalho concluiu que tanto os *push factors* como os *pull fators* são importantes determinantes de longo prazo dos investimentos em ações e títulos de renda fixa; em contrapartida, os *push factors* são preponderantes no caso dos investimentos de curto prazo em títulos.

Kim (2000) utilizou como variáveis externas para estimar os determinantes da conta capital e financeira em quatro países em desenvolvimento a taxa de juros dos títulos do Tesouro estadunidense, o PIB dos EUA e os termos de troca; como variáveis internas o autor considerou choques de demanda e de oferta. Os resultados encontrados indicam um aumento da importância dos fatores externos a partir dos anos 1980. Ou seja, a abertura financeira desses países intensificou a importância dos fatores externos. Em estudo semelhante, mas agora apenas para Coréia do Sul e México, Yin e Kim (2001), os ciclos de negócios dos Estados Unidos e a taxa básica de juros desse país explicam mais de 50% dos fluxos de capitais direcionados para os países analisados entre 1980 e 1996.

Dasgupta e Ratha (2000) consideram a decisão do montante que os agentes privados globaisagentes privados globais alocarão nos países em desenvolvimento como dado e buscam estimar as variáveis internas determinantes para a escolha do destino. Os resultados encontrados sugerem que tais movimentos intensificam-se na medida em que aumenta o déficit em transações correntes, o investimento direto externo (IDE), a renda per capita e o desempenho econômico.

Mody, Taylor e Kim (2001) realizaram estimações para verificar a preponderância dos *push factors* ou *pull factors* na determinação dos fluxos de capitais privados a 32 países em desenvolvimento entre 1990 e 2000. Com base em um modelo que utiliza um vetor de correção de erros, os autores encontraram uma maior preponderância dos fatores internos. Outro estudo no mesmo ano, Hernandez, Mellado e Valdes (2001), também encontraram resultados que indicaram uma maior relevância dos fatores internos. A região do país também se mostrou relevante.

Hoti (2004) realizou diversos testes econométricos a partir de diferentes modelos teóricos e empíricos com intuito de identificar quais seriam os fatores predominantes, *push* ou *pull factors*, na determinação dos fluxos de capitais privados. Tanto em relação aos investimentos externos diretos, como em relação aos investimentos de portfólio, encontrou-se maior evidência para os fatores externos. Todavia, o autor não descarta a importância dos *pull factors*, que explicariam as diferenças nos influxos de capitais entre as regiões.

Baeck (2006) verifica os determinantes dos investimentos de portfólio para 5 países latino-americanos e 4 asiáticos separadamente por região entre 1989 e 2002. Os resultados obtidos apontam para uma predominância do indicador de aversão ao risco para a Ásia, além dos demais *push factors*, sendo que os *pull factor* não se mostraram significativos. Para os países latino-americanos, tanto os *push,* quanto os *pull factors* foram significativos, sendo que a variável de aversão ao risco não se mostrou determinante.

Edison e Warnock (2008) confirmaram evidências anteriores sobre a relevância dos *push factors* sobre os influxos de capitais. No estudo em questão, as alterações na taxa de juros dos Estados Unidos e no seu desempenho econômico afetaram negativamente os influxos de capitais para os países em desenvolvimento da América Latina e Ásia. Já os *pull factors* mostraram-se menos relevantes, com parcial influência dos retornos dos ativos internos na América Latina e insignificância das medições de risco. Avaliando também os impactos da redução dos controles de capitais, os autores encontraram relações apenas de longo prazo e somente nos países asiáticos.

Dois estudos retomam a literatura sobre os *push* e *pull factors* sobre regiões específicas. Brana e Lahet (2010) a partir de testes sobre 4 países asiáticos durante o período de 1990 e 2007, encontraram preponderância dos primeiros fatores na determinação dos influxos de capitais, com destaque para as estratégias de *carry-trade* dos agentes privados globais, a liquidez global e fatores de contágio; os fatores internos mostraram-se pouco relevantes. Já Atoyan, Jaeger e Smith (2012) realizaram testes empíricos para verificar se as políticas fiscais adotadas pelos países em desenvolvimento europeus no período 2000 a 2007 alteraram o comportamento dos fluxos privados direcionados a esses países. Os resultados apontaram para o predomínio dos *push factors*, sobretudo os baixos retornos nos países de origem dos fluxos. Concomitantemente, os resultados indicaram a ineficácia da política monetária em conter o excesso de influxo de capitais nos países em questão.

A partir de um painel com 46 países entre os anos de 1990 e 2007, Bruno e Shin (2013) buscam estimar os determinantes do fluxo internacional de capital bancário. Os resultados apontam que os fatores globais são mais relevantes que os fatores locais. Deste modo, em períodos em que os agentes privados globais estão mais propensos aos riscos e operam com maior nível de alavancagem, os empréstimos de bancos sediados nos países desenvolvidos tendem a migrar com maior força para os países em desenvolvimento. Como variável escolhida para *proxy* da alavancagem global, utilizou-se o *Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index* (VIX), pois ele é um indicador de volatilidade que se encontra inversamente correlacionado com o nível da alavancagem global.

Ahmed e Zlate (2013), diferentemente da maior parte dos estudos apresentados nesta subseção, não utilizaram a metodologia *push vs pull factors.* A partir de um painel com 12 países latino-americanos e asiáticos entre 2002 e 2012 (dividido em dois períodos - 2002q1a 2008q2 e 2009q3 a-2012q2), os principais resultados apontaram que: i) os diferenciais de crescimento entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento foi significativo para o total dos fluxos de capitais privados (incluindo-se IDE) para os dois períodos tanto por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) quanto por Efeitos Fixos (FE na sigla em inglês), mas foi insignificante para o investimento de portfólio; ii) o diferencial de juros foi significativo apenas por MQO; e iii) VIX foi significativa para investimento de portfólio no primeiro período nos dois métodos adotados.

Por fim, Rey (2013) encontra uma correlação negativa entre o comportamento do VIX - considerado pela autora como indicador da incerteza e aversão ao risco durante os ciclos financeiros globais - e o influxo de capitais para diversas regiões em desenvolvimento entre 1990 e 2014. Essa observação é válida tanto para sua influência isolada como em conjunto com outras variáveis associadas aos *push factors*, como as *proxys* para as taxas de juros de curto prazo mundial e crescimento do PIB mundial. Além de influenciar os fluxos de capitais, os estudos *cross-sections* realizados apontaram para significativa influência dos ciclos financeiros globais - representados pelo VIX - nos mercados acionários, no crescimento da alavancagem do setor bancário e nos preços do setor imobiliário dos países em desenvolvimento.

O quadro 1 traz uma síntese dos trabalhos apresentados nesta seção.

**Quadro 1: Resumo dos estudos empíricos apresentados.**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Artigo** | **Predominância dos fatores** | **Principais Variáveis Determinantes** | **Método** |
| Calvo, Leiderman e Reinhart (1993) | Externos | Taxa de juros dos EUA | Vetor Autoregressivo - VAR |
| Fernandez-Arias (1996) | Externos | Taxa de juros externas | Painel: MQO e Efeitos Fixos |
| Chuhan, Claessens e Mamingi (1993) | Externos e internos | Taxas de juros de curto longo prazo, taxa de câmbio e taxa de risco país | Painel: MQO e Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) |
| Taylor e Sarno (1997) | Externos e internos | Taxas de juros de curto e longo prazo, taxa de câmbio e taxa de risco país | Cointegração e Modelo de Correção de Erros (ECM) |
| Kim (2000) e Yin e Kim (2001) | Externos | Taxa de juros do tesouro dos EUA e PIB dos EUA | VAR em ambos estudos |
| Dasgupta e Ratha (2000) | Internos | Déficit em transações correntes, investimento externo direto, renda per capita e desempenho econômico. | Painel: Efeitos Fixos (EF) |
| Mody, Taylor e Kim (2001) | Internos | IPC, crédito, dívida de CP sobre reservas, PIB industrial, taxa de juros doméstica de CP, *rating* de crédito, índice de ações | Vetor de Correção de Erros (VEC) |
| Hernandez, Mellado e Valdes (2001) | Internos | PIB real, contas do governo, exportações e serviço da dívida externa, crédito bancário ao setor privado e apreciação real da moeda | Painel: Efeitos Fixos |
| Hoti (2004) | Externos | Diversidade de variáveis relacionadas a fatores econômicos/financeiros e a fatores políticos/sociais, estes em menor relevância | VAR |
| Baeck (2006) | Externos | Renda internacional, índice de aversão ao risco, desempenho do mercado de ações estadunidenses e taxa de juros do mesmo país | Séries Temporais |
| Edison e Warnock (2008) | Externos | Taxa de juros dos Estados Unidos e PIB desse país (ambos negativamente) | Painel: Efeitos Fixos |
| Brana e Lahet (2010) | Externos | Estratégias de *carry-trade*, liquidez global e fatores de contágio | Painel: EF, MQG e Método dos Momentos Generalizados (MMG) |
| Atoyan, Jaeger e Smith (2012) | Externos | Rendimento dos ativos nos países de origem dos investimentos | Painel: Efeitos Fixos |
| Bruno e Shin (2013) | Externos | VIX em nível e crescimento, diferencial de crescimento econômico, alavancagem local e dívida/PIB | Painel: MQO e MMG |
| Ahmed e Zlate (2013) | Não se aplica | Diferencial de crescimento, VIX e diferencial de juros | Painel: Efeitos Fixos |
| Rey (2013) | Externos | VIX, taxa de juros de curto prazo mundial e crescimento do PIB mundial | Painel: Efeitos Fixos |

Fonte: Elaboração própria.

## 3. Método de análise

O estudo empírico que será apresentado a seguir tem como foco os fluxos financeiros do balanço de pagamentos em termos líquidos, os quais foram obtidos pela soma dos investimentos de portfólio, dos derivativos e das outras contas. Este resultado equivale à conta financeira subtraída do investimento externo direto (IED). Tal como em diversos trabalhos mencionados anteriormente, foi adotado um modelo para estimar os determinantes dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento, incorporando tanto variáveis que se enquadra como *push factor* quanto como *pull factor*. No caso deste trabalho, a análise somente dos fluxos financeiros decorre do objetivo específico de confirmar (ou não) a influência de uma característica fundamental do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo – o grau de preferência pela liquidez dos agentes privados globais - na dinâmica desses fluxos. A análise dos fluxos de capitais incluindo o IED exigiria, igualmente, a consideração de um conjunto de fatores de natureza produtiva, o que foge ao escopo desse trabalho.

Como determinantes externos, optou-se por: i) *Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index* (VIX), indicador de volatilidade do índice S&P500; ii) índice Dow Jones (*Dow Jones Industrial Average*) como *proxy* para a performance do mercado internacional de ações. iii) taxa de crescimento do PIB mundial em termos percentuais a preços de 2005; iv) taxa básica de juros dos Estados Unidos (*Federal Fund Rate*) como *proxy* para taxa de juros de referência externa; v) taxa de títulos do tesouro de curto prazo dos EUA (*Treasury Bills* de 3 meses); vi) cc. Já os fatores internos adotados foram: i) taxa de juros dos depósitos dos respectivos países, como *proxy* para taxa de juros interna; ii) taxa de câmbio corrente como *proxy* para taxa de câmbio esperada; iii) produto interno bruto a preços constantes; iv) taxa de inflação medida pelo índice de preços ao consumidor anual; v) saldo em transações correntes sobre o PIB; vi) reservas totais sobre dívida externa; vii) dívida externa como percentual das exportações; viii) dívida interna sobre o PIB; ix) índice de abertura financeira disponibilizado por Chinn e Ito (2013) com base no AREAER do FMI.

Todas as variáveis são anuais[[8]](#footnote-8) e, a fim de reduzir a dispersão da amostra e dos erros, as variáveis foram normalizadas[[9]](#footnote-9). Os símbolos das variáveis e os dados sobre a fonte e o sinal esperado são apresentados no Quadro 2.

**Quadro2 – Fonte de dados e sinal esperado.**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variável** | **Variável por Extenso** | **Fonte** | **Unidade de medida** | **Sinal Esperado** |
| **fdek** | Fluxos de capitais não produtivos | IFS/IMF1 | US$ milhões corrente |  |
| **vix** | Chicago Board Options ExchangeMarket Volatility Index | CBOE2 | Índice – valores unitários | - |
| **pibmp** | Produto interno bruto mundial a preços constantes | WEOD/IMF3 | Variação percentual | + |
| **dowjones** | Índice Dow Jones | Federal Reserve – BSL4 | Índice – valores unitários | - |
| **ffr** | Federal Funds Rate | Federal Reserve – BSL | Taxa nominal | - |
| **jteua** | Taxa de juros dos EUA(Treasury Bills de 3 meses) | Federal Reserve – BSL | Taxa nominal | - |
| **jgeua** | Taxa de juros de longo prazo do governo (de 10 anos) | Federal Reserve – BSL | Taxa nominal | - |
| **jurosd** | Taxa de juro dos depósitos | IFS/IMF | Taxa nominal | + |
| **cambio** | Taxa nominal de câmbio | IFS/IMF | Taxa nominal | - |
| **pib2005** | Produto interno bruto a preços constantes | IFS/IMF | Variação percentual | + |
| **tc** | Saldo em transações correntessobre o PIB | IFS/IMF | Razão de variáveis originalmente em US$ milhões corrente | - |
| **acao** | Valor das ações negociadas em bolsa de valores | WDI/World Bank5 | Em milhões de dólares | + |
| **inflacaoa** | Taxa de inflação anual | IFS/IMF | Taxa nominal | - |
| **reservas** | Reservas totais sobre adívida externa | IFS/IMF | Razão de variáveis originalmente em US$ milhões corrente | + |
| **dividai** | Dívida interna sobre o PIB | WDI/World Bank | Razão de variáveis originalmente em US$ milhões corrente | - |
| **detpe** | Dívida externa total como percentual das exportações | WDI/World Bank | Razão de variáveis originalmente em US$ milhões corrente | - |
| **kaopen** | Índice de abertura financeira | CHINN e ITO (2013) | Log que na amostra varia de -3 para mais fechados a +3 para mais abertos | + / - |

Notas:(1) International Financial Statistic / International Monetary Fund; (2) Chicago Board Options Exchange; (3) World Economic Outlook Database / International Monetary Fund; (4) Federal Reserve Bank of Sant Louis; (5) World Development Indicators / World Bank.

Antes de avançar nas especificações do modelo, cabem algumas explicações adicionais das variáveis escolhidas. Das variáveis classificadas como *push factors*, *vix* e *pibbm* estão relacionadas com a questão das expectativas dos agentes internacionais; dowjones, ffr, jteua e jgeua representam as alternativas de rendimento que os agentes privados globais dispõem nos países desenvolvidos. Em contrapartida, *juros*, *acao* e *cambio*, refletem as possibilidades de rendimentos nos países em desenvolvimento. A variável *pib2005*,reflete o dinamismo da economia, *kaopen* o grau de abertura financeira e as demais variáveis estão relacionadas com o grau de vulnerabilidade interna e externa dos países.Tais variáveis foram verificadas em diferentes trabalhos vistos na seção anterior.

As variáveis *dividai* e *inflacaoa*, a princípio não seriam adotadas, pois se entende que elas não seriam determinantes para agentes privados globais. A influência da inflação para os agentes privados globais seria pela necessidade de repasse do aumento dos preços para a taxa de câmbio. Como esta já está presente na regressão, poder-se-ia retirar a inflação do modelo*.* Quanto ao endividamento interno sobre o PIB, entende-se que a dívida interna pode ser paga pela própria moeda e não representaria um obstáculo significativo para os investidores. Contudo, além de serem adotadas em alguns trabalhos empíricos, são frequentemente utilizadas pelas agências de risco, conforme apontam Canuto e Fonseca (2003) e Canuto, Santos e Porto (2004) A seguir são trazidas algumas explicações adicionais sobre as variáveis escolhidas.

A variável *vix* foi adotada porque tem sido considerada, a exemplo de Ahmed e Zlate (2013), Rey (2013) e Bruno e Shin (2013), a melhor representação da aversão ao risco dos agentes privados globais. Quanto maior seu nível, maior será a aversão ao risco. Em termos keynesianos, a elevação do *vix* poderia ser interpretada como um aumento da preferência pela liquidez, a qual resulta, devido às assimetrias do sistema monetário internacional, num movimento de aumento da demanda por títulos dos países desenvolvidos, sobretudo do governo dos Estados Unidos e, consequentemente, redução dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento.

Espera-se sinal negativo da variável *dowjones*por ela representar uma alternativa de rendimento aos investimentos nos países em desenvolvimento. O crescimento mundial seria indicador de otimismo e tenderia a incentivar investimentos em mercados que ofereçam maior rentabilidade em detrimento da menor liquidez, como os mercados monetários, cambiais e financeiros dos países em desenvolvimento. Ele também deveria impactar positivamente nos fluxos de capitais por meio do efeito de acréscimo na riqueza, seja ela decorrente da elevação dos preços dos ativos negociados nos mercados acionários, seja por meio do aumento total de riqueza proporcionado pelo crescimento econômico corrente.

Outras variáveis também merecem explicações adicionais. Iniciando por *jurosd* e *reservas*. A utilização dessas variáveis decorre de limitações na disponibilidade de informações. No caso da primeira variável, no âmbito de todas taxas de juros, as taxas incidentes sobre os depósitos apresentou a maior disponibilidade para os países da amostra no período analisado. Já a escolha do endividamento externo como denominador para as reservas explica-se pela falta de dados para o cálculo do passivo externo líquido para a maior parte dos países no período em questão.

Por fim, a variável *kaopen* foi escolhida como índice de abertura financeira por se basear no *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER)[[10]](#footnote-10) do FMI e abranger todos os países da amostra no período analisado. Esse índice é uma atualização do desenvolvido inicialmente em Chin e Ito (2008). Há uma incerteza em relação ao seu efeito sobre os fluxos financeiros. Uma maior abertura, por um lado, estimularia o ingresso de fluxos de capitais de natureza financeira, geralmente de curto prazo. Por outro lado, como se trata de fluxos líquidos, também facilitaria a saída de capitais, podendo fazer com que os resultados se anulem. Porém, há de se levar em conta que esse indicador não é suficiente para compreender o grau de profundidade de inserção na globalização dos sistemas financeiros domésticos. Por exemplo, não capta a participação de instituições financeiras estrangeiras nesses sistemas.

Um último aspecto a ser levando em conta refere-se a escolha das variáveis em seus valores correntes como proxy para seus rendimentos futuros. Essa decisão se apoiou na premissa de Keynes (1937) sobre o comportamento dos agentes privados globais sob condições de incerteza. Como comentado na primeira seção, agentes econômicos entendem que o presente é um melhor guia para o futuro do que as experiências passadas e, o estado existente da opinião expresso nos preços é em um indicativo correto das perspectivas futuras.

A técnica de análise é a de dados em painel[[11]](#footnote-11), pois permite estimar em conjunto os determinantes dos fluxos de capitais não produtivos para 42 países em desenvolvimento[[12]](#footnote-12) da África, das Américas, da Ásia e da Europa entre 1990 e 2008[[13]](#footnote-13). Deste modo, optou-se pelo seguinte modelo:

(1) fdekit= *β0* + *β*1vixt + *β*2dowjonest + *β*3pibmpt + *β*4ffrt + *β*5jteuat + *β*6 jgeuat +*β*7jurosdit + *β*8cambioit + *β*9acaoit + *β*10pib2005it + *β*11tcit + *β*12reservasit + *β*13despeit + *β*14dividaiit + *β*15inflacaoait + *β*16kaopenit + *eit*

onde o subscrito i denota os diferentes indivíduos, no caso países, e o subscrito t indica o período de tempo observado, no caso ano. β0 refere-se ao parâmetro de intercepto e βk ao coeficiente angular da k-ésima variável explicativa do modelo. Por fim, eit representa o termo do erro aleatório do i-ésimo individuo (país) no t-ésimo período (ano). As variáveis tratadas como *push factors* não são acompanhadas pelo subscrito i, pois elas não variam entre os países.

Entretanto, parcela muitas vezes significativa, das heterogeneidades dos erros não está associada apenas aos regressores, como também com variáveis não observáveis relacionadas às características dos indivíduos. Quando isso ocorre, na utilização do Modelo Clássico de Regressão Linear (MCRL), o pressuposto necessário de não correlação entre os regressores e o erro será violado. Formalmente: se a correlação entre c e xj, em que j denota determinado indivíduo, for positiva, a estimação da equação 1 seria viesada e os resultados seriam inconsistentes[[14]](#footnote-14).

Três técnicas mais tradicionais podem ser utilizadas para solucionar os problemas das heterogeneidades individuais. Uma delas é controlar os efeitos não observados correlacionados às variáveis independentes por meio dos efeitos fixos com a utilização de estimadores de variáveis binárias. Uma segunda técnica se dá por meio do modelo com efeitos aleatórios, o qual parte do princípio de que os interceptos variem de forma aleatória e não devido a características específicas dos indivíduos. Além do mais, pressupõe que os erros do modelo relacionados às variáveis não observáveis não são correlacionados com as variáveis independentes. A terceira é por meio das regressões em primeira diferença, já que os efeitos das variáveis explicadas refletem apenas um período para outro, pois o que se estima é o impacto da variação da variável independente sobre a variação da variável explicada.

Outros problemas que merecem atenção são a heterocedasticidade, autocorrelação, endogeneidade e suposição da exogeneidade estrita. Os dois primeiros já são bastante conhecidos. Para ambos os parâmetros do modelo MQO se mantêm consistentes e não viesados, mas deixam de ser eficientes e as estimativas dos erros padrão se tornam viesadas. Qualquer um dos modelos acima mencionado possuem ferramentas para corrigir a variância dos estimadores, tornando-os robustos à quebra da homocedasticidade e a autocorrelação.

Quanto à endogeneidade, ela significa que há uma relação entre os resíduos e as variáveis independentes, devido à determinação simultânea entre as variáveis explicativas e explicada. Neste caso, os estimadores MQO são viesados e inconsistentes. Por fim, resta a questão da necessidade em se respeitar a validade da hipótese de exogeneidade estrita para que a regressão não incorra em resultados inconsistentes. Esta é uma hipótese bastante restritiva e implica que todas as variáveis explanatórias de um modelo não podem ser correlacionadas com erro, não apenas no presente, como também no passado e no futuro. Ou seja, as variáveis passadas não podem afetar os erros e estes não podem afetar o futuro das variáveis explicativas (Wooldridge, 2002).

Felizmente existem dois procedimentos de estimação que consegue resolver todas essas questões levantadas, que são os modelos baseados no método dos momentos generalizados (MMG) desenvolvido inicialmente por Arellano e Bond (1991). Ele resolve o problema da endogeneidade e permite relaxar a hipótese da exogeneidade estrita porque define condições de momentos a partir de valores defasados das variáveis dependentes ou outras variáveis exógenas definidas como instrumentos. Tais instrumentos são por suposição não-correlacionados com o termo de erro da regressão (Roodman, 2009).

Para controlar o problema das variáveis não observáveis, Arellano e Bond (1991) propõe realizar regressões transformando as variáveis originais em primeira diferença, este método ficou onhecido como método dos momentos generalizado-diferenciado (MMG-D). Contudo, como demonstram Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), este método possui limitações quando o comportamento da variável dependente se aproxima de um passeio aleatório. Isto porque o MMG não seria eficiente, já que nesse caso os valores passados teriam pouco a dizer sobre o futuro. Caso o período observado seja reduzido, os estimadores podem ser viesados.

Com intuito de aprimorar a eficiência do MMG, estes autores propõem um método mais eficiente e que não traz os problemas mencionados. Ao invés de transformar os regressores em primeira diferença para expurgar os efeitos fixos, mantém as variáveis em nível como regressores, mas combina com as respectivas variáveis em diferença defasadas na forma de instrumentos, os quais não são, por definição, correlacionados com os efeitos fixos. Esse método é conhecido como método dos momentos generalizados-sistema (MMG-S). Por não apresentar as limitações do MMG-D, ele será adotado nas estimações deste trabalho. A equação geral desse modelo pode ser representada de acordo com a equação abaixo:

(2) yit = *β*1T w1it + *β*2Tw2it + cii + ctt + eit

na qual o w1it é um vetor transposto (indicado pelo sobrescrito T) em que seriam incluídas as variáveis com suspeita de endogeneidade (passada, presente ou futura); w2it éum vetor que incluiria as variáveis consideradas como estritamente exógenas; cii são as binárias para os indivíduos e ctt sãoas binárias paraos anos. A partir das variáveis desse vetor é que seriam retirados os instrumentos. Na equação aqui adotada, as variáveis classificadas como *pull factors* foram incluídas em w1it e as *push factors* em w2it.

Para que o modelo MMG-S seja consistente, faz-se necessário o atendimento de duas suposições. Uma se refere a não correlação dos erros. Arellano e Bond (1991) desenvolvem testes baseados em erros transformados por primeira diferença para verificar a presença de correlação dos erros. Devido a essa característica, é esperado que seja autocorrelacionado de primeira ordem. Esse modelo aceita autocorrelação desta ordem, mas autocorrelação de segunda ordem, AR (2), indicaria inconsistência do modelo.

A segunda suposição está relacionada com a adequação na escolha dos instrumentos. Para verificação dessa suposição, a regressão com base no MMG-S realiza o teste da estatística J de Hansen, que é uma versão robusta à quebra de heterocedasticidade e presença de autocorrelação do teste de restrição sobre identificação de Sargan. Ele adota como hipótese nula que os instrumentos são adequados ao modelo de MMG, isto é, se eles são de fato estritamente exógenos. Adicionalmente, são reportados os testes de diferenças nos testes Hansen para exogeneidade do grupo de instrumentos.

Uma observação importante a ser feita se refere ao problema da utilização de um número elevado de instrumentos relativamente ao total de números observados. Conforme argumenta (Roodman, 2009 a), quando em um painel, T for superior a 3, existe a tendência de ocorrer um excesso de instrumentos, o qual provocar superestimação nos coeficientes das variáveis endógenas utilizadas como instrumentos. Isto faz com que a regressão se distancie dramaticamente do que seria assintoticamente ideal. Além do mais, o teste de Hansem é sensível ao número relativamente demasiado de instrumentos, pois gera p-valores inverossímeis. Para evitar a proliferação de instrumentos, o aplicativo Stata 12 oferece uma função que impede que os instrumentos se espalhem, por meio de uma matriz de instrumentos acachapada. Para tal foi utilizada a subopção *colapse* disponível para a regressão com o comando *xtabond2[[15]](#footnote-15)*.

Por fim, resta esclarecer que se utilizou a estimação por meio do *two-step* ao invés de *one-step*, pelo fato do primeiro produzir coeficientes mais eficientes, com viés de baixa e menor erro-padrão. Esse estimador é, por definição, robusto e eficiente há presença de heterocedasticidade e autocorrelação. Contudo, o respectivo estimador das variâncias pode subestimar as reais variâncias. Para corrigir esse problema se utilizou o método proposto por Windmeijer (2005), cujo comando no *stata* é a subopção *robust[[16]](#footnote-16)*.

## 4. Análise dos resultados

Os resultados do modelo MMG-S são apresentados na tabela 1. Das variáveis classificadas como push factors, apenas a variável *dowjones* não foi estatisticamente significativa, já as variáveis classificadas como *pull factors*, somente a variável *tc* foi estatisticamente significativa, mas apenas a 10%. Contudo, antes de prosseguir com a análise dos resultados. Faz-se necessário avaliar os testes de consistência do modelo.

**Tabela 1** - Regressão por MMG

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Variável | Coeficiente | Erro-padrão | Prob. > t | Variável | Coeficiente | Erro-padrão | Prob. > t |
| vix | -0,1004337 | 0,0473618 | 0,042 | pib2005 | -0,1666574 | 0,146509 |  0,264 |
| dowjones | -0,025717 | 0,0672869 | 0,705 | tc | -7,258,938 | 4,181,826 |  0,093 |
| pibmp | 0,074758 | 0,0354835 | 0,043 | reservas | 0,0128844 | 0,0556603 |  0,818 |
| ffr | -0,1848405 | 0,0879383 | 0,044 | despe | -0,0625728 | 0,1739573 |  0,722 |
| jteua | 0,0414185 | 0,0728531 | 0,574 | dividai | -0,0011691 |  0,0076393 | 0,879 |
| jgeua | 0,1171012 | 0,0759711 | 0,133 | Inflação | 0,0998656 | 0,3161679 |  0,754 |
| jurosd | -0,4563217 | 0,7198618 | 0,531 | kaopen | -0,1200073 |  0,104552 | 0,26 |
| cambio | 0,0000293 | 0,0000319 | 0,365 |  |  |  |  |
| acao | 0,0251699 | 0,2039805 | 0,903 | constante | 0,4581448 | 0,5045886 | 0,371 |

Número de observações: 459. Número de instrumentos: 37.

Wald qui2(14) = 97,42. Prob > qui2 = 0,000

Teste Arellano-Bond para AR (1) em primeira diferença: z = -2,33 Pr > z = 0,020

Teste Arellano-Bond para AR (2) em primeira diferença: z = -0,77 Pr > z = 0,505

Teste de sobre-identificação de Hansen, Estatística J: qui2 (16) = 16,62 Prob > qui2 = 0,313

Diferenças nos testes Hansen para exogeneidade do grupo de instrumentos:

Instrumentos GMM em níveis:

Teste Hansen excluindo grupo: qui2 (7) = 6,72 Prob > qui2 = 0,459

Diferença (H0 = exógenos): qui2 (8) = 10,37 Prob > qui2 = 0,240

Subgrupo das variáveis consideradas como estritamente exógenas: iv(lnvix lndowjones pibmp ffr jgeua)

Teste Hansen excluindo grupo: qui2 (10) = 10,87 Prob > qui2 = 0368

Diferença (H0 = exógenos): qui2 (5) = 6,22 Prob > qui2  = 0,285

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Aparentemente, todos os testes utilizados para avaliar a consistência do modelo adotado foram satisfatórios e são apresentados nas observações logo abaixo da tabela 1. Contudo, pode haver um problema nessa estimação. Mesmo com a utilização da subopção *colapse*, a regressão pelo comando *xtabond2* revelou a possibilidade de estar havendo um número elevado de instrumentos relativamente ao número de observações. Em regressões tradicionais, sem a utilização de instrumentos, o demasiado número de variáveis explicativas já apresenta problemas por diminuir os graus de liberdade e com isso reduzir a eficiência da regressão. Com a suspeita de excesso de instrumentos, a necessidade de reduzir o número de variáveis independentes se acentua.

Para tanto, utilizou-se dois principais critérios: teóricos/analíticos e simulações com diferentes combinações de variáveis. Um terceiro aspecto foi pelo teste de multicolinearidade. O teste do fator inflacionário da variância (FIV ou VIF na sigla em inglês) pelo comando *vif* do stata indicou forte presença de multicolinearidade (VIF > 10) entre as variáveis *jgeua, jteua e dowjones*, e entre *ffr* e *jteua*. A presença de multicolinearidade não afeta a consistência do modelo, mas pode fazer com que os testes de significância percam em eficiência e até mesmo inverter o sinal esperado. Testou-se diferentes combinações entre as taxas de juros dos EUA e apenas a taxa básica de juros, *ffr*, se mostrou significativa, como poderá ser observado na tabela 2. A significância da taxa de juros de curto prazo é condizente com o caráter de curto prazo dos fluxos de capitais contemporâneos, tal como desenvolvido na primeira seção.

Prosseguindo com o critério de parcimônia na escolha das variáveis, optou-se por excluir o indicador de abertura financeira. Podem ser levantadas algumas explicações pela sua insignificância estatística e decisão da retirada. Uma é a de que o maior ou menor grau de abertura financeira impacta apenas na sua composição e não no volume. Essa explicação é corroborada em alguns trabalhos empíricos que analisam especificamente o impacto do grau de abertura financeira sobre os fluxos de capitais, a exemplo de Borio e Disyatat (2011). Outra dificuldade adicional está no índice de abertura financeira conseguir captar a intensidade desta abertura. Por exemplo, a Coréia do Sul possuiu ao longo da série histórica índices que indicam menor grau de abertura, porém os bancos estrangeiros tinham uma importante participação no mercado financeiro desse país, sendo responsáveis pela intermediação de volume significativo de capitais externos. Casos semelhantes podem ser observados na Rússia, Chile e Brasil (Chan-Lau, 2010; Conrad, 2009; Prates e Cintra, 2010; e World Development, 2011). Ou seja, os índices baseados no AREAER não captam necessariamente a intensidade da abertura financeira.

 Uma segunda variável caracterizada como *pull factor* foi *acao*. O problema dessa variável é que os valores das ações desses países sofrem com muita instabilidade e são muito suscetíveis a bolhas e instabilidades em geral, tal como argumentado por Fernandez-Arias (1996). De acordo com este autor, quando a mensuração do valor do mercado acionário se encontra disponível, ele pode trazer mais ruído do que propriamente informação. Ademais, como argumentado na primeira seção, parte dessa instabilidade excessiva se deve às assimetrias do sistema financeiro internacional. Cabe ressaltar que nenhuma dessas duas variáveis se mostrou significa em quaisquer das simulações.

Deve-se ainda tratar o corte de algumas variáveis que foram introduzidas como critérios de vulnerabilidade do país. Inicia-se pela retirada da inflação e divida interna sobre o PIB, pelos motivos já trazidos na seção sobre a metodologia. Restou uma dúvida entre transações correntes sobre o PIB ou o endividamento externo sobre as exportações. A primeira possui a vantagem de refletir tanto a questão da disponibilidade de divisa corrente, dado a necessidade em se suprir os déficits na conta corrente por meio de reservas ou fluxos financeiros, como também no passivo externo futuro. Ademais, as simulações apontaram significância apenas para esta variável. Nesse mesmo sentido, optou-se por manter a variável *reservas,* pois ela indica a disponibilidade de divisas para o investidor internacional. Importante ainda ressalvar que, das diversas simulações realizadas, nenhuma das variáveis retiradas se mostrou significativa.

O modelo então passou a ter 9 variáveis explicativas, constituindo de 4 classificadas como *push-factor* (vix, dowjones, pibmp e ffr) e outras 5 pull-factos (juros, cambio, pib2005, tc e reservas). A taxa de câmbio na realidade é uma relação entre a moeda doméstica e o dólar. Isso significa que apesar de ser classificada como *pull-factor*, ela está relacionada com o comportamento do dólar com as demais moedas, sendo que muitas vezes seu movimento se dá por motivos externos ao país. Os resultados dessa nova regressão se encontram na tabela a seguir:

**Tabela 2** - Regressão por MMG ajustada

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Variável | Coeficiente | Erro-padrão | Prob. > t | Variável | Coeficiente | Erro-padrão | Prob. > t |
| vix | -0,1004337 | 0,0473618 | 0,042 | cambio | 1,84E-05 | 1,36E-05 | 0,186 |
| dowjones | -0,12033 | 0,051899 | 0,027 | pib2005 | -0,02977 | 0,070492 | 0,676 |
| pibmp | 0,074758 | 0,0354835 | 0,043 | tc | -8,18779 | 2,168403 | 0,001 |
| ffr | -0,1848405 | 0,0879383 | 0,044 | reservas | 0,085807 | 0,059709 | 0,16 |
| jurosd | -0,4563217 | 0,7198618 | 0,531 | constante | 0,347129 | 0,102628 | 0.002 |

Número de observações: 546. Número de instrumentos: 20.

Teste F(9, 33) = 12,13. Prob > F = 0,000

Teste Arellano-Bond para AR (1) em primeira diferença: z = -0,55Pr > z = 0584

Teste Arellano-Bond para AR (2) em primeira diferença: z = -1,45 Pr > z = 0,505

Teste de sobre-identificação de Hansen, Estatística J: qui2 (16) = 4,62 Prob > qui2 = 0,915

Diferenças nos testes Hansen para exogeneidade do grupo de instrumentos:

Instrumentos GMM em níveis:

Teste Hansen excluindo grupo: qui2 (10) = 2,65 Prob > qui2 = 0,754

Diferença (H0 = exógenos): qui2 (8) = 1,97 Prob > qui2 = 0,853

Subgrupo das variáveis consideradas como estritamente exógenas: iv(lnvix lndowjones pibmp ffr jgeua)

Teste Hansen excluindo grupo: qui2 (10) = 2,88 Prob > qui2 = 0,824

Diferença (H0 = exógenos): qui2 (5) = 1,75 Prob > qui2  = 0,782

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Antes de avançar sobre a análise dos resultados, cabe uma breve observação a cerca da consistência da regressão. O teste da estatística J de Hansen apontou que H0 não pode ser rejeitada, o que valida os instrumentos utilizados. Também são reportadas os testes de diferenças nos testes Hansen para exogeneidade do grupo de instrumentos, todos os quatro testes apresentados indicam adequação tantos dos instrumentos sob suspeita de quebra de exogeneidade estrita como também para o subgrupo de instrumentos classificados como estritamente exógenos. Já os testes de autocorrelação apresentados não apontaram para presença de autocorreção, pois tanto o de primeira ordem, quanto o de segunda ordem apresentaram estatísticas não significativas. Destarte, a consistência do modelo é reafirmada.

Analisando a tabela 2, observa-se que as quatro variáveis utilizadas como *push-factors, vix, dowjones, pibmp* e *ffr*  foram estatisticamente significativa a 5% e tiveram sinal como esperado. Em contrapartida, apenas o saldo em transações sobre o PIB, variável *tc*, mostrou-se significativo, também a 5% e dentro do sinal esperado. Nenhuma das variáveis que indicariam o retorno para o investidor, *juros* e *cambio*, se mostraram significativas. Esses resultados vão ao encontro de diversos trabalhos apresentados na segunda seção em que há uma predominância dos fatores externos sobre internos. Merece especial atenção a corroboração do Indicador de Volatilidade – VIX; da significância estatística do rendimento dos países desenvolvidos, representado pelos EUA e não significância dos rendimentos domésticos; e, o fato do desempenho da economia mundial ter sido significativo enquanto o desempenho doméstico não o foi.

#### 4.3 Resultados das regressões com associação das variáveis contínuas com a dummy para crise

Nas duas regressões testadas, das variáveis classificadas como *pull factors,* apenasa variável *tc* se mostrou estatisticamente significativa. Porém, embora elas não tenham apresentado significância estatística na atração dos fluxos financeiros internacionais para os países em desenvolvimento, elas podem influenciar no comportamento dos mesmos nos momentos de crise. Para verificar se isso ocorre foi incluída no modelo uma *dummy* para crises financeiras, denominada como *crise*, e se relacionará com as variáveis contínuas.

A *dummy* abrange os seguintes anos: 1994, 1997, 1998, 1999, 2002 e 2008. A escolha se deu com base nos períodos de maior reversão nos fluxos de capitais, os quais foram decorrentes pelas crises dos países em desenvolvimento e o último da crise financeira global. Essa *dummy* não fora acrescentada nos modelos anteriores por não ter sido significativa. Além disso, houve uma piora nos desvios-padrão e nos coeficientes, tendo baixa alteração nas significâncias estatísticas das demais variáveis. Todavia, ela pode apresentar significância estatística se associada a outras variáveis, seguindo a mesma lógica das variáveis não significativas que podem passar a ser quando associadas com essa *dummy*.

O método adotado para encontrar a relação entre as variáveis contínuas e a *dummy* para as crises se iniciou com todas as variáveis *pull factors* apresentados na tabela 1 que estão relacionadas com a vulnerabilidade interna/externa do país: *tc*, *reservas*, *dividai*, *despe* e *inflação*; além da variável *kaopen* para abertura financeira*.* A relação da *dummy* com variável contínua não é possível de ser realizada pelo método GMM. Optou-se então, pelos modelos de efeitos fixos (FE) e aleatórios (RE) robustos à heterocedasticidade e autocorrelação, cujas equações são respectivamente:

(3) fdekit= *β0* + *β*1vixt + *β*2dowjonest + *β*3pibmpt + *β*4ffrt + *β*5jurosdit + *β*6cambioit + *β*7pib2005it *β*8tcit + *β9*reservasit + *β*10despeit + *β*11dividaiit + *β*12inflacaoait + *β*13kaopenit +$ \sum\_{i=1}^{t}δ\_{i}dummyx βXit$ + *c*2I2i *+ ... + c*nIni + *eit*

(4) fdekit= *β0* + *β*1vixt + *β*2dowjonest + *β*3pibmpt + *β*4ffrt + *β*5jurosdit + *β*6cambioit + *β*7pib2005it *β*8tcit + *β9*reservasit + *β*10despeit + *β*11dividaiit + *β*12inflacaoait + *β*13kaopenit + $\sum\_{i=1}^{t}δ\_{i}dummyx βXit$+ *ci*+ *eit*

A equação (3) traz como novidade em relação a equação (1) a inclusão de estimadores de variáveis binárias, cj. Além disso, o intercepto *β0* altera seu significado usual e passa a referir o efeito para o individuo utilizado como referência. Já na equação (4), *ci* representa as oscilações aleatórias em torno de um valor médio constante (*β0*). Em comum, ambas equações acrescentam a relação entre a dummy e as variáveis explicativas classificadas como *pull factors (*$\sum\_{i=1}^{t}δ\_{i}dummyx βXit)$.

A inclusão de todas as variáveis em combinação com a *dummy* para crise representou uma perda significativa dos graus de liberdade do modelo. Nessa combinação de variáveis, apenas a relação da crise com variável *reserva* foi significativa a 5% e somente no modelo RE. Posteriormente, com base na repetição dos métodos FE e RE, encontraram-se relações significas para impactar na variável dependente as relações entre a *dummy* e as seguintes variáveis internas: *tc,* e *reservas*. Sendo que no modelo de efeitos fixos, ambas foram significativas apenas a 10% e no de efeito aleatórios, a variável reservas passou a ter 5% de significância estatística.

A escolha de qual modelo adotar se deu com base no teste Hausman. Este teste verifica se os resultados apresentados pelos dois métodos são significativamente distintos. Caso não o sejam, poder-se-ia adotar o modelo de efeitos aleatórios, mais eficiente. Sendo distintos, optar-se-ia pelos efeitos fixos, pois haveria indício de inconsistência nos estimadores. Os resultados sugerem, com 100% chance de estar errado, rejeição da hipótese H0 de diferença nos coeficientes não sistemática. Ou seja, não se pode rejeitar H0 e, portanto a opção por efeitos aleatórios se mostra a mais adequada.

Porém, antes de prosseguir para os resultados, deve-se ainda verificar a validade da hipótese de exogeneidade estrita para que as regressões por efeitos aleatórios não incorram em resultados inconsistentes. De acordo com Wooldridge (2002), existem dois testes para se verificar a quebra da hipótese da exogeneidade estrita. Um deles é realizar a regressão por meio de efeitos fixos e depois compará-la com a regressão em primeira diferença. Entretanto, para regressões com t > 2, Wooldridge (2002,p. 285) recomenda o teste com base na seguinte equação:

 (3) yit = β Xit + δWit+1 + ci + eit

Essa equação é equivalente à equação de efeitos fixos em que se acrescenta um vetor (δWit+1) contendo um subconjunto dos regressores originais (β Xit), mas em t+1. A hipótese nula é que δ = 0; deste modo, a hipótese de exogeneidade estrita se mantém e poder-se-ia prosseguir com as estimações com base no modelo de efeitos fixos . O subconjunto t+1 da equação 3 deverá conter todas as variáveis sob suspeita de ausência de exogeneidade estrita. Neste trabalho se colocou todas as variáveis classificadas como *pull factors*. Nenhuma variável testada apresentou indícios de quebra da hipótese de exogeneidade estrita. Ou seja, não pode se rejeitar H0 (ver apêndice 1). Sendo assim, segue-se com o modelo por efeitos aleatórios, cujos resultados se encontram na tabela 3[[17]](#footnote-17).

**Tabela 3 –** Resumo das regressões por RE: dummy x (reservas, tc).

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Variável | Coeficiente | Erro-padrão | Prob. > t | Variável | Coeficiente | Erro-padrão | Prob. > t |
| vix | -0,0719574 | 0,0338507 | 0,034 | crise | 0,0462071 | 0,0567783 | 0,416 |
| dowjones | -0,1521107 | 0,0768944 | 0,048 | tc | -3,553,311 | 1,715,069 | 0,038 |
| pibmp | 0,1213378 | 0,0694218 | 0,08 | tc\*crise | -303,166 | 158,986 | 0,057 |
| ffr | -0,1052146 | 0,0805292 | 0,191 | reservas | -0,0029828 | 0,02352 | 0,899 |
| pib2005 | -0,0308413 | 0,1377007 | 0,823 | reservas\*crise | 0,0883266 | 0,0305843 | 0,004 |
| jurosd | -0,003772 | 0,0036612 | 0,303 | constante | 0,1777672 | 0,1010976 | 0,079 |
| cambio | -0,000000233 | 0,0000137 | 0,986 |  |  |  |  |

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

Os dados reportam a significância estatística das combinações entre a *dummy* para crise com as variáveis *reservas,* a 5% de significância, positivamente, e *tc* a 10%, negativamente. O significado desses resultados é que, em momentos de crise, as reservas internacionais podem servir como atenuante. Já o déficit em transações correntes, além de afetar negativamente os fluxos de capitais ao longo do tempo, tem seu efeito negativo reforçado em momentos de crise. Embora não seja o foco dessa regressão, cabe ressaltar que mesmo nesse modelo em que há perda de graus de liberdade, as variáveis *vix* e *dowjones* mantiveram-se estatisticamente significativas a 5%.

## Considerações finais

Keynes (1983) mostrou como agentes privados racionais adotam comportamentos convencionais em condições de incerteza numa economia fechada. A atualização da sua análise para uma economia aberta após o colapso do sistema de Bretton Woods fornece uma explicação para a dinâmica volátil dos fluxos de capitais no SMI contemporâneo. As características do SMI contemporâneo (dólar fiduciário, regime de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais) resultam numa incerteza estrutural em relação à evolução dos preços-chave da economia internacional (taxas de juros e de câmbio da divisa-chave). Nesse contexto, são frequentes as variações no grau de preferência pela liquidez dos agentes privados, que, consequentemente se comportam de forma mimética, o que implica alta instabilidade nos fluxos de capitais internacionais. Todavia, essa instabilidade é ainda mais acentuada no caso dos fluxos direcionados aos países em desenvolvimento devido às assimetrias do SMFI contemporâneo. Como as moedas desses países não exercem as suas funções clássicas em âmbito internacional, em momentos de incerteza e elevação da preferência pela liquidez, os capitais se direcionam para o país emissor da moeda-chave do sistema e, em menor grau, para os demais países centrais. Por conseguinte, os capitais podem sair dos países em desenvolvimento mesmo que não haja deterioração nos fundamentos econômicos domésticos.

Os testes econométricos realizados corroboraram vários aspectos destacados pela interpretação pós-keynesiana sintetizada. O primeiro deles se refere à relação entre o grau de preferência por liquidez e a demanda por ativos dos países emissores de moedas periféricas. A variável *vix*, utilizada como *proxy* para medir o grau de preferência global, se mostrou significativa conforme o esperado pela abordagem adotada. Ainda em relação ás expectativas, o crescimento do PIB mundial, o qual tende elevar o otimismo dos agentes privados globais, também se mostrou significativo. Destarte, os resultados indicam que os fluxos de capitais para esse grupo de países possui um caráter mais especulativo e dependente da disposição ao risco desses agentes.

Outro aspecto diz respeito à significância estatística da taxa de juros do país emissor de moeda-chave. O comportamento da taxa básica de juros dos EUA apresentou uma relação inversa aos fluxos direcionados para os países em desenvolvimento. De forma análoga, a expectativa do desempenho do mercado acionário dos países desenvolvidos, cuja *proxy* utilizada foi o índice Dowjones, também se mostrou estatisticamente significativa e com impactos negativos aos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento.

Interessante observar que as variáveis internas do PIB, taxa de juros e valor das ações (usada no modelo prévio com maior número de variáveis e em diversas simulações) não se mostraram significativas. Essa combinação de variáveis exógenas serem estatisticamente significativas e, internas não serem, corrobora o argumento dos determinantes externos se sobrepujarem aos internos.

Em relação aos indicadores de solidez econômica, na regressão com maior número de variáveis e em diversas simulações realizadas, apenas o déficit em transações, que também estão relacionados com a quantidade de divisas disponível, foi significativo. Esse resultado coloca em questão recomendações de política que enfatizam a relevância do controle da taxa de inflação e do endividamento interno como fatores essenciais para atração do capital externo.

Também se realizaram regressões para verificar quais variáveis classificadas como *pull-factors*, em combinação com a *dummy* para as crises, afetariam a variável dependente. Após sucessivos testes, constatou-se que nos momentos de crise, a única variável significativa ao comportamento negativo dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento foi a *tc*, já a variável *reservas* serve de atenuante para as saídas dos capitais nos momentos de crise.

Ao se comparar com os trabalhos comentados na seção 1, os resultados encontrados neste artigo mostraram-se semelhantes aos obtidos por Taylor e Sarno (1997), Hoti (2004), Baeck (2006), Edison e Warnock (2008), Brana e Lahet (2010), Atoyan, Jaeger e Smith (2012), Bruno e Shin (2013) e Ahmed e Zlate (2013), no sentido de ter encontrado significância estatística tanto dos *push* quanto dos *pull factors*, mas com predominância dos primeiros sobre os segundos.

Deve-se, por fim, assinalar que a obtenção de resultados estatisticamente significativos para a variável VIX, *proxy* da aversão ao risco e da preferência pela liquidez em âmbito global, corroborou os resultados obtidos pelos trabalhos de Bruno e Shin (2013), Ahmed e Zlate (2013) e Rey (2013), sendo que os primeiros encontraram significância dessa variável para os fluxos de empréstimos internacionais (incluídos na subconta outros investimentos) e os segundos apenas para a subconta investimento de portfólio, sendo que para a conta financeira como um todo se mostrou insignificante. Este artigo, além de utilizá-la como variável determinante para a soma destas duas subcontas com a de derivativos, fez regressões com maior número de variáveis de controle. Assim, esse resultado sugere que o grau de preferência pela liquidez dos investidores constitui um importante determinante da dinâmica dos fluxos financeiros no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo.

Como objetivo de pesquisa futura, aspira-se realizar estimações para o período pós-crise, visando comparar se houve mudanças nos determinantes dos fluxos de capitais direcionados para os países em desenvolvimento. Pretende-se ainda testar diferentes novas combinações de variáveis explicativas.

## Referências Bibliográficas

AHMED, S & ZLATE, A. *Capital flows to emerging market economies: a brave new world? Board of governors of the federal reserve system*. International Finance Discussion. Papers Number 1081 June 2013. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov>

AMADO, A.M. Minsky e o ciclo econômico: uma análise para economias periféricas. In: Encontro de Economia Política, 8., 2003, Florianópolis. Anais. Florianópolis: Sociedade Brasileira de Economia Política, 2003.

ANDRADE, R. & PRATES, D.M. (2012) Dinâmica da taxa de câmbio em uma economia monetária periférica: uma abordagem Keynesiana. Nova Economia (UFMG. Impresso), v. 22, p. 235-257, 2012.

ARELLANO, M. & BOND, S. 1991. *Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations*. Review of Economic Studies 58: 277-97.

ARELLANO, M., & O. BOVER. 1995. *Another look at the instrumental variable estimation of error-components models*. Journal of Econometrics 68: 29–51

ATOYAN, R.; JAEGER A. & SMITH, D. (2012). *The Pre-Crisis Capital Flow Surge to Emerging Europe: Did Countercyclical Fiscal Policy Make a Difference*? IMF Working Paper.7. Disponível em: http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=26249.0

BAECK, I. M. *Portfólio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment*? Journal of Asian Economics 17 (2006) 363–373. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/eee/asieco/v17y2006i2p363-373.html>

BELLUZZO, L. G. (1997). O dinheiro e as metamorfoses da riqueza. In: J. 7. Fiori, Poder e Dinheiro. Rio de Janeiro: Vozes.

BIANCARELI, A. M. Países emergentes e ciclos internacionais. In: Ricardo de Medeiros Carneiro. (Org.). A supremacia dos mercados e a política econômica do Governo Lula. São Paulo - SP: Editora Unesp, 2006, v. , p. 97-129.

BLUNDELL, R., & S. BOND. 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. Journal of Econometrics 87: 115–143.

BORIO, C & DISYATAT, P. (2011). *Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link*? BIS Working Papers No 346. Disponível em: http://www.bis.org/publ/work346.pdf

BRANA S., D. & LAHET, D. (2010). *Determinants of capital inflows into Asia: The relevance of contagion effects as push factors.* Emerging Markets Review 11 (2010) 273–284. Disponível em: http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014110000142

BREUSCH, T. & PAGAN, A. (1979), *A simple test of heteroskedasticity and random coeﬃcient variation*, Econometrica 47, 1287–1294. Disponível em: <http://www.aae.wisc.edu/aae637/handouts/breusch_pagan_hetero_test_article.pdf>

BRUNO, V. & SHIN, H. S. (2013). *Capital flows, cross-border banking and global liquidity*. NBER Working Paper Series.

CALVO, G.; LEIDERMAN, L. & REINHART, C. *Capital flows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors*. IMF Staff Papers, vol. 40, 1993, p. 123-139.

CANUTO, O. & FONSECA, P. Risco soberano e prêmios de risco em economias emergentes. Revista Brasileira de Comércio Exterior. Ed 78. Set. 2003.

CANUTO, O.; SANTOS, P. F. P & PORTO, P. C. S. (2004). *Macroeconomics and Sovereign Risk Ratings*. World Bank. Washington, January 2004.

CARNEIRO, R de M. Globalização financeira e inserção periférica. Economia e Sociedade, Campinas, n. 13, p. 58-92, 1999.

CHAN-LAU, J. A. *The Global Financial Crisis and its Impact on the Chilean Banking System*. IMF Working Paper. WP/10/108. April 2010. Disponível em: https://www.imf.org

CHINN, M.; & ITO H. D. (2008). *A New Measure of Financial Openness*. *Journal of Comparative Policy Analysis,*Volume 10, Issue 3, p. 309 – 322 (September). Disponível em: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\_website.htm

\_\_\_\_\_\_\_\_ (2013). *The Chinn-Ito Index – A de jure measure of financial openness - 2011 Update*. Disponível em: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\_website.htm

CHUHAN, P; CLAESSENS, S & MAMINGI, N. (1993). *Equity and Bond Flows to Asia and Latin America*. The World Bank, Policy Research Working Papers, No. 1160. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/>

CINTRA, M.A. & PRATES, D. M. Os fluxos de capitais para o Brasil nos anos 1990. In: Antonio Correa de Lacerda. (Org.). Crise e Oportunidade: O Brasil e o Cenário internacional. 1 ed. São Paulo: Sobeet e Editora Lazuli, 2006.

CONRAD, J. *Russia in the financial crisis and beyond*. DEUTSCHE BANK RESEARCH. Dec. 2011. Disponível em: ww.dbresearch.com

COOK, R. D. & WEISBERG, S. (1983). *Diagnostics for heteroscedasticity in regression*. Biometrika.

DASGUPTA, D. & RATHA, D. (2000). *What Factors Appear to Drive Private Capital Flows to Developing Countries*? *And How Does Official Lending Respond*? The World Bank, Policy Research Working Papers, No. 2392. Disponível em: <http://elibrary.worldbank.org/doi/book/10.1596/1813-9450-2392>

DEQUECH, D. Fundamental uncertainty and ambiguity. Eastern Economic Journal, vol. 26, n. 1, Winter, 2000.

DOW, S.C. *Post Keynesian monetary theory for an open economy*. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 9, n. 2, p. 237-257, Winter, 1986/87. DOW, S.C.(1993) Money and the economic process. Aldershot, Edward Elgar.

EDISON, H. J. & WARNOCK, F. E., 2008. [*Cross-border listings, capital controls, and equity flows to emerging markets*](http://ideas.repec.org/a/eee/jimfin/v27y2008i6p1013-1027.html), [Journal of International Money and Finance](http://ideas.repec.org/s/eee/jimfin.html), Elsevier, vol. 27(6), pages 1013-1027, October.

EDWARDS, S. *Exchange Rates in Emerging Countries: Eleven Empirical Regularities from Latin America and East Asia*. NBER Working Paper No. 17074. Disponível em: www.nber.org/papers/w17074

FERNANDEZ-ARIAS, E. (1996). [*The new wave of private capital inflows: Push or pull*?](http://ideas.repec.org/a/eee/deveco/v48y1996i2p389-418.html), [Journal of Development Economics](http://ideas.repec.org/s/eee/deveco.html), Elsevier, vol. 48(2), pages 389-418, March.

GREENE, W.H. (2000), *Econometric Analysis*, 4th ed., Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

HERNANDEZ, L., MELLADO, P. & VALDEZ, R. (2001). *Determinants of Private Capital Flows in the 1970s and 1990s: Is There Evidence of Contagion*? IMF Working Paper, No. 01/64. Disponível em: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0164.pdf

HOTI, S. (2004) *An empirical evaluation of international capital flows for developing countries*. Mathematics and computers in simulation, v 64.

IMK.; e AHN, S. C.; SCHMIDT, P.; & WOOLDRIDGE, J. M. (1999). *Efficient estimation of panel data models with strictly exogenous explanatory variables*. Elsevier, vol. 93(1), pages 177-201, November.

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

KEYNES, J. M. *The general theory of employment*. The Quarterly Journal of Economics, February, 1937.

\_\_\_\_\_\_\_. (1983). A teoria geral do emprego do juro e do dinheiro. São Paulo: Editora Abril, Coleção Os economistas.

KIM, Y. (2000). *Causes of Capital Flows in Developing Countries*. Journal of International Money and Finance: 19. Disponível em: http://www.sciencedirect.com

MODY, A; Taylor M. P., & KIM, J. Y. (2001). *Modeling Fundamentals for Forecasting Capital Flows to Emerging Markets*. International Journal of Finance and Economics: 6. Disponível em: http://www.amody.com/pdf/forecasting.pdf

PRATES, D. M**.** A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. Revista de Economia Política, São - Paulo - SP, v. 19, 1999.

\_\_\_\_\_\_\_. Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

\_\_\_\_\_\_\_. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro-RJ - mai/ago, v. 9, n. 2, p. 263-288, 2005.

PRATES, D. M. & CINTRA, M. A. M. *The Emerging-market Economies in the Face of the Global Financial* *Crisis*. In: Sebastian Dullien; Detlef J. Kotte; Alejandro Márquez; Jan Priewe. (Org.). The Financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries. New York and Geneva: UNITED NATIONS, 2010, v. , p. 53-71.

REY, H. *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. London Business School, CEPR and NBER August 2013.

ROODMAN, D. 2009. *How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata*. Stata Journal 9(1): 86-136. Disponível em: <http://www.stata-journal.com/article.html?article=st0159>

SERRANO, F. (2002). Do ouro imóvel ao dólar flexível. Economia e Sociedade, v. 11, n. 1., p. 237-254.

TAYLOR, M & SARNO, L. (1997). *Capital Flows to Developing Countries: Long and Short-Term Determinants.* , The World Bank Economic Review, Vol. 11, No. 3.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_I, Andrnternational assifications? seriam esp g

ULLMAN, J. B. *Structural Equation Modeling: Reviewing the Basics and Moving Forward*. STATISTICAL DEVELOPMENTS AND APPLICATIONS. JOURNAL OF PERSONALITY ASSESSMENT, *87*(1), 35–50, 2006. Disponível em: http://www.ncbi.nlm.nih.gov

WHITE, H. (1980). *A heteroskedasticity consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity*, Econometrica 48, 817-838. Disponível em: <http://dss.ucsd.edu/~hwhite/pub_files/hwcv-007.pdf>

WINDMEIJER, F. 2005. *A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators*. Journal of Econometrics 126: 25–51.

WOOLDRIDGE, J.M. *Econometric analysis of Cross Section and Panel Data*. 2nd edition.Massachusetts. The MIT Press. 2007.

[WORLD DEVELOPMENT](http://www.sciencedirect.com/science/journal/0305750X). [Volume 39, Issue 5](http://www.sciencedirect.com/science/journal/0305750X/39/5), May 2011, Pages 712–724

YING, Y-H. & KIM, Y. (2001). *An Empirical Analysis on Capital Flows: The Case of Korea and Mexico*. Southern Economic Journal, 67(4).

## Fonte de dados:

Chicago Board Options Exchange. . Disponível em: cboe.com

Federal Reserve Bank of Sant Louis. Disponível em: [www.stlouisfed.org](http://www.stlouisfed.org)

International Monetary Fund, International Financial Statistic.

International Monetary Fund, World Economic Outlook Databases.

World Bank, World Development Indicators.

**Apêndice 1** – Resultados dos testes de exogeneidade estrita

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Variável | FEGLS | FE | RE | FD |
|  | Qui2 | Prob > chi2 | Qui2 | Prob > chi2 | Qui2 | Prob > chi2 | Qui2 | Prob > chi2 |
| cambio | 0,00 | 0,9536 | 1,60 | 0,2167 | 0,22 | 0,6427 | 0,00 | 0,9847 |
| reservas\_next | 0,35 | 0,5549 | 1,05 | 0,3133 | 0,10 | 0,7531 | 0,75 | 0,3852 |
| detpe\_next | 0,12 | 0,7282 | 0,04 | 0,8426 | 0,31 | 0,5770 | 0,05 | 0,8238 |
| dividai\_next | 0,20 | 0,6557 | 0,52 | 0,4752 | 2,07 | 0,1503 | 0,07 | 0,7931 |
| jurosd\_next | 0,08 | 0,7732 | 0,07 | 0,7938 | 0,00 | 0,9623 | 0,50 | 0,4780 |
| tc\_next | 0,27 | 0,6025 | 0,27 | 0,6089 | 1,00 | 0,3181 | 0,38 | 0,5363 |
| inflacaoa\_next | 0,85 | 0,3576 | 0,17 | 0,6853 | 0,15 | 0,6949 | 0,51 | 0,4746 |
| pib2005\_next | 0,06 | 0,8021 | 0,01 | 0,9118 | 1,40 | 0,2360 | 0,67 | 0,4134 |

Fonte: elaboração própria a partir de resultados obtidos no Stata 12.

1. [↑](#footnote-ref-1)
2. [↑](#footnote-ref-2)
3. Neste artigo, o termo países em desenvolvimento engloba todos os países que ainda não atingiram o estágio de desenvolvimento. Neste sentido, inclui-se os países emergentes, os quais seriam os países em desenvolvimento que se inseriram na globalização financeira, tal como empregado por Prates (2002). Destarte, os países emergentes formam um subgrupo do grupo países em desenvolvimento. O Fundo Monetário Internacional (FMI) considera os países emergentes e os países em desenvolvimento como dois grupos distintos. O primeiro grupo refere-se aos países que atingiram um nível de desenvolvimento intermediário e que estão em vias de se tornarem países desenvolvidos. Já no segundo grupo estão os países ainda nos estágios iniciais de desenvolvimento. Esta classificação do FMI é especialmente importante porque são utilizadas diversas estatísticas fornecidas por esta instituição. Todavia, é importante estar claro que nessas estatísticas os dados referem-se à soma dos dois grupos (países emergentes e em desenvolvimento), que coincide com conceito de países em desenvolvimento empregado neste artigo. [↑](#footnote-ref-3)
4. O conceito de globalização financeira adotado nesta tese é o mesmo empregado por Prates (2002, p. 69), que se baseia em Chesnais (1996), qual seja: “A globalização financeira refere-se à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração aos mercados globalizados”. [↑](#footnote-ref-4)
5. No *mainstream* da economia, incerteza é sinônimo de risco probabilístico. Para maiores detalhes entre distinções de risco probabilístico e incerteza ver Dequech (2000). [↑](#footnote-ref-5)
6. Keynes (1937a, p.s 113-114) define precisamente o que entende como incerteza: “By ‘uncertain’ knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. (...) The sense in which I am using the term is that in which the prospect of an European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention, or the position of private wealth-owners in the social system in 1970. About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know” [↑](#footnote-ref-6)
7. Dada a indisponibilidade de dados para todos os países durante o período em questão, utilizou-se como *proxy* dos fluxos financeiros a variação da taxa real de câmbio e das reservas internacionais, que segundo os autores estariam diretamente relacionados. [↑](#footnote-ref-7)
8. O *Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index* (VIX) e as três taxas de juros dos EUA foram obtidas em dados mensais e anualizado por meio de média simples dos períodos observados. [↑](#footnote-ref-8)
9. Adotou-se a seguinte técnica de normalização: subtração das variáveis pela média e divisão pelo desvio-padrão. [↑](#footnote-ref-9)
10. O AREAER é publicado anualmente pelo FMI e consiste na divulgação mais abrangente e completa sobre as práticas de gestão dos fluxos de capitais utilizadas pelos países. [↑](#footnote-ref-10)
11. A técnica de dados em painel apresenta importantes vantagens, dentre as quais: i) Permite identificar efeitos que não seriam detectados isoladamente com dados em corte transversal ou séries temporais; ii)maior número de graus de liberdade, pois ele é resultado do produto dos graus de liberdade das unidades de corte transversal e de serie temporal, o que é especialmente importante quando a fonte está apenas em dados anuais; e iii) permite evitar vieses associados a fatores individuais e/ou temporais não observáveis, o que em uma regressão normal seria diluído na média. [↑](#footnote-ref-11)
12. Os países utilizados são: África do Sul, Argentina, Bolívia, Botsuana, Brasil, Bulgária, Chile, China, Colômbia, Coréia do Sul, Costa do Marfim, Costa Rica, Egito, El Salvador, Equador, Eslovênia, Filipinas, Hungria, Ilhas Maurício, Índia, Indonésia, Jordânia, Kuwait, Malásia, Marrocos, México, Nigéria, Panamá, Paquistão, Paraguai, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Singapura, República Tcheca, Sri Lanka, Tailândia, Turquia, Ucrânia, Uruguai e Zâmbia. [↑](#footnote-ref-12)
13. O corte para escolha dos países se deu quando não havia a disponibilidade de dados para pelo menos duas variáveis ou que fossem disponíveis em menos da metade do período. A escolha do período inicial se deu com base no momento em que os países em desenvolvimento se reinseriram no processo de globalização financeira até a ocorrência da crise financeira global. Há um limite na base dados disponibilizada pelo FMI no que se refere à escolha de dados dos balanços de pagamentos. Para dados posteriores a 2008, a série se inicia apenas em 2002. [↑](#footnote-ref-13)
14. No evento de variáveis omitidas, algo provável de ocorrer em modelos econométricos, pode se expressar a relação entre y e x da seguinte forma: *y* = xtβ+ *c* + *e*. Nesta equação, caso *c* não esteja correlacionado com as variáveis independentes (x), então ele será apenas um dos fatores não observáveis que compõem o erro da regressão (*e*). Portanto, a utilização do modelo de MQO aplicado a painel seria válida. Neste caso, se manteria a equação 1. [↑](#footnote-ref-14)
15. Ver Roadman (2009b) sobre as especificações, recomendações e vantagens em se utilizar o comando *xtabond2* para realizar regressões pelo método MMG-S. [↑](#footnote-ref-15)
16. Quando se utiliza os estimadores *one-step,* a subopção robust tem o sentido de tornar os estimadores robustos à heterocedasticidade e homocedasticidade.  [↑](#footnote-ref-16)
17. O leitor atento poderia indagar por que não utilizar o modelo RE no lugar do MMG-S, já que os testes indicaram consistência na utilização do primeiro modelo. O motivo se deve pelo principalmente pelo critério de parcimônia na decisão de qual modelo utilizar. Enquanto no modelo RE precisam ser realizados testes para verificação de que a suposição de exogeneidade não está sendo violada, no modelo MMG-S, essa suposição pode ser relaxada. Ademais, o modelo MMG-S *two step*, é por definição, robusto e eficiente à heterocedasticidade e autocorrelação. [↑](#footnote-ref-17)