



TEXTO PARA DISCUSSÃO

ISSN 0103-9466

447

**Globalização financeira e integração periférica:
um reexame**

**Ricardo Carneiro
Bruno De Conti**

Abril 2023



UNICAMP

ie Instituto de
economia

Globalização financeira e integração periférica: um reexame ¹

Ricardo Carneiro ²
Bruno De Conti ³

Resumo

Este texto procura contribuir com a literatura que estuda a financeirização, com foco sobre dois importantes aspectos: a globalização financeira (como fenômeno geral) e a integração da periferia. Para tanto, o objetivo do artigo é realizar uma análise sobre o processo de constituição da globalização financeira e suas principais características, com ênfase na integração periférica e nos impactos diferenciados sobre essa periferia. As hipóteses centrais do texto são as de que países centrais e periféricos integram-se à globalização financeira de forma completamente assimétrica; e de que a Crise Financeira Global (CFG) ensejou mudanças importantes na globalização financeira, com destaque para os efeitos dos ciclos internacionais de liquidez e para o papel das variáveis macroeconômicas nesses ciclos.

Palavras-chave: Globalização financeira, Países periféricos, Hierarquia monetária, Fluxos de capitais, Ciclos internacionais de liquidez.

Abstract

Financial globalization and peripheral integration: a reassessment

This text aims to contribute to the literature that studies financialization, focusing on two important aspects: financial globalization (as a general phenomenon) and the integration of the periphery. Therefore, the objective of the article is to develop an analysis of the process of constitution of financial globalization and its main characteristics, with emphasis on the peripheral integration and the differentiated impacts on this periphery. The main hypotheses of the text are that central and peripheral countries are integrated into financial globalization in a completely asymmetric way; and that the Global Financial Crisis (GFC) gave rise to important changes in financial globalization, with emphasis on the effects of international liquidity cycles and the role of macroeconomic variables in these cycles.

Keywords: Financial globalization, Peripheral countries, Currency hierarchy, Capital flows, International liquidity cycles.
JEL: F36, F60.

1. Introdução

Este texto procura contribuir com a literatura que estuda a financeirização, com foco sobre dois importantes aspectos: a globalização financeira (como fenômeno geral) e a integração da periferia. Para tanto, o objetivo do artigo é realizar uma análise sobre o processo de constituição da

(1) Este texto busca reexaminar a integração periférica na globalização financeira a partir de algumas ideias desenvolvidas originalmente em Carneiro (2007), atualizando-as à luz dos fatos históricos mais recentes.

(2) Professor Titular do Instituto de Economia da Unicamp. E-mail: carneiro@unicamp.br. ORCID: [0000-0001-6623-684X](https://orcid.org/0000-0001-6623-684X).

(3) Professor Livre-Docente do Instituto de Economia da Unicamp. E-mail: deconti@unicamp.br. ORCID: [0000-0002-7510-5283](https://orcid.org/0000-0002-7510-5283).

globalização financeira e suas principais características, com ênfase na integração periférica e nos impactos diferenciados sobre essa periferia. As hipóteses centrais do texto são as de que países centrais e periféricos integram-se à globalização financeira de forma completamente assimétrica; e de que a Crise Financeira Global (CFG) ensejou mudanças importantes na globalização financeira, com destaque para os efeitos dos ciclos internacionais de liquidez e para o papel das variáveis macroeconômicas nesses ciclos.

Para examinar o tema, é necessário partir da distinção entre o Sistema Monetário Internacional (SMI) e o sistema Monetário Financeiro Internacional (SMFI). De fato, o Sistema Monetário Internacional (SMI) constitui um todo articulado, mas é possível, com propósitos analíticos, fazer uma distinção entre o seu núcleo, constituído pela moeda reserva, as moedas centrais e as periféricas. Na caracterização desse sistema, é crucial ter em mente o regime cambial dominante. Já o Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) agrega ao SMI a circulação de capitais entre países, com características determinadas pelo seu grau de mobilidade, pela sua intensidade e, sobretudo, pela sua composição. Em ensaio anterior, Carneiro e De Conti (2022) trataram do primeiro grupo de questões e dos condicionantes impostos à periferia. Neste texto aborda-se em detalhe a questão da integração, em particular dos periféricos, e suas implicações.

Para tanto, o artigo é estruturado em seis seções. Depois desta Introdução, são analisados os determinantes econômicos e geopolíticos da integração dos países centrais e periféricos à globalização financeira (Seção 2). Na sequência, discute-se a natureza dos fluxos de capitais nesse contexto de globalização financeira (Seção 3). Segue-se uma periodização do processo de integração, com ênfase nas especificidades históricas do momento atual (Seção 4). Em seguida, trata-se da questão da assimetria ou das diferenças da integração segundo países centrais e periféricos, com vistas a examinar a evolução e o impacto desta integração sobre os últimos (Seção 5). Concluindo o artigo, são apresentadas algumas considerações finais.

2. Determinantes gerais da globalização financeira

A primeira discussão relevante para uma análise da globalização financeira diz respeito a seus determinantes. Cabe desde logo ressaltar que esse processo só pode ser entendido à luz da financeirização das economias desenvolvidas, em particular a dos EUA, a partir da derrocada do regime de Bretton Woods. Como alertado por Helleiner (1996), Tavares e Belluzzo (2004) e Eichengreen (2008), dentre outros, há uma combinação de fatores geopolíticos e econômicos – que se retroalimentam – que explicam a globalização financeira.

Desde logo, a redefinição do papel dos Estados é crucial para a compreensão da globalização financeira. Afinal, como ressaltado por Helleiner (1996) e os autores da Economia Política Internacional, a globalização constitui uma reversão da ordem de Bretton Woods. Por ter sido uma ordem regulada, e no plano internacional centrada no controle estrito dos fluxos de capitais entre os países, ela exigia uma participação decisiva do Estado. Assim, a trajetória da globalização financeira é, sobretudo, o afrouxamento progressivo dos controles instituídos no acordo de Bretton Woods, até o seu coroamento com o amplo e disseminado processo de liberalização a partir dos anos 1980. Ou seja, a globalização financeira não nasce de uma derrota dos Estados em relação aos mercados, mas de uma construção que contou com participação ativa dos Estados – sobretudo dos EUA, do Reino Unido e do Japão, como se verá abaixo (Helleiner, 1996).

A liberalização dos fluxos de capitais no âmbito internacional atinge seu paroxismo com o crescimento dos paraísos fiscais – ou, como são eufemisticamente denominados, dos “centros financeiros”. No trabalho seminal de Zucmann (2015), a motivação central para a ampliação desses centros é a evasão fiscal, mas de fato pode-se compreendê-la também como parte de uma evasão mais ampla, a regulatória. De acordo como Lane e Milesi-Ferreti (2018), após a eclosão da GFC, em 2008, o papel desses centros financeiros na intermediação dos fluxos de capitais globais ampliou-se significativamente.

Assim, é crucial compreender a globalização financeira como um processo de reversão da regulação do capitalismo, que foi desencadeado por uma particular correlação de forças e interesses nos planos doméstico (dos países centrais) e internacional.

No plano internacional, a rivalidade EUA vs. URSS no âmbito da guerra fria e de sistemas polares e concorrentes criou prioridades e interesses para os EUA, o único grande país capitalista que não havia sido fortemente danificado pela II guerra. No pós-guerra, esse país adotou uma atitude benevolente com os controles econômicos e sobretudo financeiros adotados pelo Japão e países da Europa Ocidental, que visavam acelerar o crescimento e ampliar *o welfare state*.

De acordo com a visão então prevalecente, o keynesianismo, o comércio internacional era percebido como uma alavanca do crescimento – com interesse particular para os EUA e suas empresas - e incompatível com fluxos de capitais livres e taxas de câmbio flutuantes. No plano doméstico, dos EUA, a regulação era amplamente apoiada pela coalização de forças advindas da era Roosevelt composta por industrialistas e sindicalistas apoiados numa burocracia keynesiana (Mazzucchelli, 2009). Seu objetivo maior era garantir a autonomia doméstica de política econômica, incompatível com uma ordem econômica internacional espontânea ou desregulada.

Segundo Bordo e Eichengreen (1993), o grande logro do sistema de Bretton Woods foi o regime de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, e seus impactos na estabilidade macroeconômica, no comércio e no crescimento das economias ocidentais – resultados inéditos, quando comparados a outros períodos históricos do capitalismo. As regras e institucionalidade do acordo pretendiam evitar as falhas dos regimes anteriores, sobretudo o do entreguerras, fundado nas taxas de câmbio flutuantes, na especulação desestabilizadora, nas desvalorizações competitivas e na ruptura do sistema multilateral de comércio.

A especulação desestabilizadora, caracterizada por Nurkse (1944), tinha por fundamento a combinação entre taxas de câmbio flutuantes e livre mobilidade de capitais. Estes últimos tinham um papel desestabilizador ao realizarem movimentos antecipatórios da provável trajetória da taxa de câmbio. Ou seja, expectativas de desvalorização cambiais num determinado país levavam a saída de capitais, exacerbando-as, e originando um ciclo especulativo. Ocorriam atividades especulativas mesmo no comércio, já que expectativas de desvalorização levavam a antecipação de importações e postergação de exportações; e expectativas de valorização desencadeavam movimentos simétricos.

O diagnóstico da especulação desestabilizadora foi contestado por Friedman (1953) e parcialmente por Eichengreen e Sachs (1985), para os quais não havia falhas inerentes ao sistema de taxas de câmbio flexíveis combinados com livre mobilidade de capitais. Os problemas do entreguerras teriam decorrido da postura e das respostas de política econômica dos vários países. Para além do caráter discutível desse diagnóstico, o fato histórico é que a visão de Nurkse (1944), subscrita pelos

participantes das negociações de Bretton Woods, ensejaram os termos do acordo e os seus logros como ordem internacional.

Os primórdios da globalização financeira, em uma perspectiva econômica dinâmica, devem-se levar em conta a perda da incontestável supremacia produtivo-tecnológica americana do pós-Segunda guerra mundial – patente nos crescentes déficits comerciais e de transações correntes – e, portanto, da necessidade de fundar essa supremacia em outras bases, em especial a monetário-financeira. Em simultâneo, como apontado, a financeirização das economias domésticas e o crescente impulso ao regime de acumulação fundado na valorização fictícia ou patrimonial.

Associadamente, há de se destacar o processo de desregulação pós 1980 a partir dos interesses geopolíticos subjacentes aos países centrais. Helleiner (1996) define como crucial o papel dos EUA – na condição de principal economia capitalista –, mas destaca também o peso da Inglaterra (potência decadente) e do Japão (potência ascendente). Como assinalado, a razão para os EUA favorecerem a livre mobilidade de capitais esteve relacionada à perda de preeminência produtivo-tecnológica e o surgimento dos déficits recorrentes em transações correntes. A livre mobilidade viabilizaria o financiamento desses déficits sem sacrificar a autonomia da política econômica doméstica. A hegemonia americana prévia e o papel de sua moeda na denominação das transações econômicas mundiais, dominadas pelo comércio e IDE, bem como a importância de seus mercados e suas instituições financeiras foram ingredientes relevantes desse processo.

Autores como Hudson (2003) mostram como de fato, desde o início dos anos 1970, a substituição do dinheiro conversível pelo fiduciário e as flutuações das taxas de câmbio constituíram o primeiro momento do processo de globalização financeira. Isto, porque depois de alguns anos de incerteza, os parceiros americanos passaram a aceitar a conversão dos seus superávits com os EUA em títulos públicos americanos, dissipando a ameaça de demanda por ouro. O fato de o dólar já ser a moeda reserva e denominar tanto os fluxos comerciais quanto bancários foi um requisito importante da mudança. O *finance* das transações era feito por crédito bancário e como os EUA são deficitários, o resultado é que havia haveres de curto prazo de não residentes, em dólares, contra os EUA. Quando existia a conversibilidade, isto gerava uma demanda potencial para sua conversão em ouro. Sem conversibilidade, o saldo é convertido em títulos financeiros, em particular, títulos públicos.

Na passagem da ordem regulada de Bretton Woods para esta fase de globalização financeira, Helleiner (1996) destaca também o papel relevante dos interesses da Inglaterra e do Japão. Os interesses ingleses expressavam a postura da potência hegemônica declinante e visavam preservar e ampliar o papel de Londres como praça financeira ou intermediária financeira dos fluxos de capitais globais, a partir da relevância da atividade bancária do Euromercado, ampliando-a para o mercado de capitais. No caso do Japão, mesclavam-se interesses locais, como o crescimento das firmas financeiras, a partir da liberalização dos mercados, associada a uma posição crescente do superávit em transações correntes e de reservas. A pressão exercida pelos EUA foi, nesse contexto, um fator adicional relevante. A partir desses três casos seminais, estabelece-se o que Helleiner (1996) denomina de *desregulação competitiva*, processo que ao longo dos anos 1980 abarca, rapidamente, o conjunto dos países capitalistas desenvolvidos.

Enquanto fator econômico, a financeirização das economias centrais tem um papel crucial na globalização financeira e na redefinição do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. Afinal, como assinalado por Carneiro (2020), o regime de valorização fictícia ou patrimonial funda-se na

busca permanente por novos ativos, ou seja, num processo de diversificação de portfólios que promove o movimento dos capitais para além das fronteiras domésticas. Esse ponto é importante, pois põe em relevo um determinante geral que condiciona os fluxos de capitais de várias naturezas.

Desse ponto de vista, a globalização financeira se distingue de outros momentos nos quais a integração financeira internacional também avançou de maneira significativa, como por exemplo, durante o padrão-ouro – durante o qual, de acordo com Turner (1991), Obstfeld e Taylor (1997), dentre outros, o IDE, sobretudo entre os países mais desenvolvidos e destes para os menos desenvolvidos comandava o processo. Na seção seguinte, será feita uma discussão sobre a natureza dos fluxos de capitais na globalização.

3. A natureza dos fluxos de capitais na globalização

Antes de analisar os movimentos de capitais em detalhe, convém explicitar a natureza dos vários fluxos de capitais no contexto da financeirização. De fato, o gigantesco crescimento dos fluxos de portfólio resulta do intenso desenvolvimento dos mercados de títulos (*debt e equity*), e expressa de maneira decisiva o supramencionado processo de diversificação de portfólios e busca de ganhos patrimoniais – que ocorre sobretudo nos países desenvolvidos, onde o mercado de capitais é mais amplo e profundo.

O IDE passa a ser largamente determinado pelo novo padrão de concorrência e governança das empresas, pautado pela maximização do valor acionário. Embora as formas tradicionais persistam, são aquelas ligadas à formação das Cadeias Globais de Valor (CGVs) e a uma gestão financeirizada das empresas (Plihon, 2005) – voltada a ganhos patrimoniais e concentração de mercados – que ganham preeminência, com aumento do peso das operações de fusão e aquisição (F&A). Os fluxos de capitais têm nos financiamentos bancários um dos principais componentes, essenciais para explicar as flutuações cíclicas ao longo do tempo e base para a construção de importantes fragilidades financeiras.

Um aspecto conceitual muito relevante se refere ao tipo de fluxos de capitais que caracteriza a globalização financeira. Os fluxos brutos são muito mais relevantes do que os líquidos: esses últimos constituem o financiamento tradicional (*savings*) a partir da conta de transações correntes, e os primeiros, investimento (*financing*) tendo como origem a diversificação de portfólios e a conta financeira. Conceitualmente:

- Fluxos Líquidos =
 - (+ -) Renda de capitais
 - (+ -) Saldo de bens e serviços
 - = (+ -) saldo de transações correntes⁴
- Fluxos Brutos = conjunto de transações de não residentes e residentes.

(4) Além das rendas de capitais (rendas primárias) e do saldo de bens e serviços, o saldo de transações correntes é composto também pelas transferências unilaterais (ou rendas secundárias), mas para os países centrais e para os principais países periféricos (os ditos “emergentes”), essa rubrica é pouco relevante.

O Quadro 1, relativo à entrada e saída de fluxos de capitais destaca a constituição de posições tanto de residentes quanto de não residentes. Ademais, a sua contabilização associa-se a um importante indicador da integração dos países à globalização financeira, a denominada Posição Internacional de Investimento (PII).

Quadro 1
Entrada e saída de capitais por residentes e não-residentes

Origem	Saída (outflow)	Entrada (inflow)	Líquido
Residente	ativo	cancelamento	Ativos líquidos
Não residente	cancelamento	passivo	Passivos líquidos

Fonte: Elaboração dos autores.

Outra característica muito importante dos fluxos de capitais na globalização financeira se refere ao que Avdjiev et al. (2016) denominam da superação da tripla coincidência. Esta implicava considerar os fluxos de capitais – na sua origem/destino – a partir da coincidência de uma área econômica definida pela fronteira do PIB, que também define a moeda, e de uma agente decisor único, em geral o país. Na verdade, esse modelo seria apropriado para analisar e contabilizar os fluxos de capitais que espelham as transações correntes ou os fluxos líquidos (*savings*).

Para esses autores, essa forma de analisar os fluxos de capitais deixa de considerar uma característica essencial da globalização financeira, as transações brutas com origem *offshore*. Ou seja, a originação de empréstimos bancários e emissão de *securities* numa moeda internacional, com destaque para o dólar, não se adequam ao princípio da tripla coincidência. A despeito de serem denominadas em dólar, elas podem constituir fluxos de capitais – de investimento ou especulativos – de e para terceiros países, sem nenhuma relação com os EUA. Podem também se referir a transações exclusivamente entre agentes privados e no exterior, sem impactos sobre seus respectivos países de residência.

À luz da financeirização das economias centrais, a globalização financeira, como alertado por Koepke (2019), tem seu movimento principal explicado pela diversificação da riqueza ou dos portfólios. Mais especificamente, trata-se de diversificar os riscos e ampliar a rentabilidade dos ativos financeiros. Ou seja, a diversificação de riscos define o impulso principal do movimento de globalização via ampliação dos volumes dos fluxos de capitais. Já a rentabilidade – ou o seu diferencial – tem implicações sobre a intensidade (e a volatilidade) dos movimentos. Conforme discutido em outro estudo – Carneiro e De Conti (2022) –, a globalização enquanto movimento de diversificação de portfólios tem uma dimensão crucial que modifica a sua intensidade e que diz respeito à existência de uma hierarquia monetária, ou seja, uma divisão entre moedas centrais e periféricas. Nesse segundo grupo, os riscos representados pelas moedas são significativamente maiores, o que confere maior peso ao diferencial de retorno.

Pode-se traduzir de uma forma mais concreta as proposições de Koepke (2019), postulando que a partir da financeirização – que ele entende como a ampliação do peso dos investidores de carteira, ou Investidores Institucionais e da crescente abertura das contas financeiras, mediadas pela hierarquia monetária, no caso dos periféricos – o movimento da globalização seria comandado pela

flutuação da aversão ao risco nos países centrais – medida, por exemplo, pelo VIX – e pela política monetária desses países (*push factors*). Secundariamente, as classificações de riscos dos países periféricos e sua política macroeconômica definiriam a forma e intensidade de sua incorporação ao movimento de absorção desses fluxos de capitais (*pull factors*).

O texto de Brennan, Kobor e Rustaman (2011) discute de maneira ainda mais específica os fatores que determinam a diversificação de portfólios na linha do risco e retorno, tomando como referência os países centrais. Eles entendem que a redução dos riscos tem como pressuposto a diversificação, ao aspirar a redução da volatilidade dos retornos – ou, mais precisamente, a busca de sua não correlação –, ao mesmo tempo em que apontam a busca de rendimentos mais elevados como a outra face do processo. No início da globalização financeira, a assincronia dos ciclos econômicos entre países centrais e o relativo fechamento das contas financeiras garantiam tanto a dissociação dos riscos quanto a ampliação dos retornos. O processo de integração e eliminação da segmentação dos mercados financeiros ampliou a correlação e reduziu o diferencial de retorno, mas não ao ponto de eliminar as vantagens da diversificação. Há na colocação dos autores um elemento importante para pensar a incorporação da periferia na globalização financeira. Isto, porque à medida em que avança o grau de integração entre os países centrais, os ganhos com a diversificação também diminuem. Assim, incorporar novos ativos, com riscos menos correlacionados e maiores retornos, passa a fazer parte da dinâmica da diversificação.

Neste momento do raciocínio, é preciso deixar claro que as razões apontadas até aqui para os fluxos de capitais se referem sobretudo aos chamados fluxos de portfólio (*debt e equity*), mas há que se distinguir com mais detalhe os fluxos bancários e o IDE, ambos com determinantes distintos, ao menos nos primórdios da globalização.

No caso dos fluxos bancários transfronteiriços, além do comércio exterior e do financiamento de instituições não-bancárias, a demanda por crédito por parte dos bancos locais também desempenhava papel crucial na trajetória desses fluxos. No entanto, é importante notar que após a crise financeira global (CFG), os bancos financiam crescentemente fluxos especulativos. Assim, para além de seu papel tradicional de financiamento do comércio ou dos financiamentos *crossborder* diretos (a instituições não financeiras) ou indiretos (a instituições financeiras), no âmbito dos financiamentos os bancos ampliam ademais uma modalidade de importância crucial: o *carry trade*.

De fato, todas essas formas de financiamento bancário *crossborder* são exacerbadas na globalização por conta das atividades propriamente internacionais dos bancos. Ou seja, são crescentes as operações com a moeda reserva internacional – o dólar – em países ou jurisdições fora dos EUA. Desse ponto de vista, os bancos internacionais constituem uma importante alavanca da globalização financeira e de apoio à constituição de posições por parte de agentes econômicos operando em países de moeda central, para os quais o descasamento de moedas e de prazos não representa maior risco.

Assim, os bancos são peças essenciais na globalização financeira pelo seu papel na propagação do ciclo de liquidez a partir das economias centrais, em particular a dos EUA (Bruno; Shin, 2015). A política monetária do país emissor da moeda reserva do SMI é crucial no *spillover* do ciclo global de liquidez. Também é crucial a concomitante trajetória da taxa de câmbio do dólar em relação às demais moedas, centrais e periféricas. A apreciação do dólar e sua escassez (aumento dos juros nos EUA) é fator de contração do ciclo bancário global, ao reduzir a alavancagem do sistema. Afinal, a valorização do dólar e sua contraparte, a desvalorização das demais moedas, reduz a

alavancagem do sistema ao ampliar os riscos (*currency mismatch*) e desvalorizar os colaterais denominados nas moedas locais. O movimento oposto, de desvalorização do dólar e apreciação das demais moedas, configura o movimento contrário, de redução do risco e ampliação da alavancagem.

Quanto ao IDE, a tradicional estratégia competitiva das grandes empresas, incluindo o controle de mercados via F&As, e o diferencial de crescimento entre economias desempenharam um papel crucial, mas foram eclipsadas pela dinâmica dada pelas CGVs. Todavia, como será discutido a seguir, a distinção entre fatores reais e financeiros na determinação dos fluxos de IDE perde em parte, o seu significado ao longo da globalização financeira

De acordo com Milberg (2008), o IDE na globalização financeira deve ser discutido à luz da financeirização das economias centrais e da formação dessas CGVs. Isto, porque a formação das cadeias define uma modalidade de IDE que corresponde à principal forma de investimento direto na globalização financeira, sendo funcional à financeirização – já que permite a manutenção dos *mark-ups* num contexto de crescimento econômico menor, comparativamente ao regime de Bretton Woods. Além de reduzir os custos primários e manter as margens de lucro, a formação das cadeias reduz o investimento fixo nos países centrais, permitindo usos alternativos dos lucros – sendo, portanto, funcional às estratégias de valorização patrimonial, ampliação dos dividendos e dos *buybacks* de ações.

Com estas determinações, o *offshoring* das empresas assenta-se, sobretudo, na busca por baixos custos salariais, secundados por benefícios tributários e disponibilidade de infraestrutura para a exportação. Ou seja, a conexão é com a dinâmica das economias centrais e não com o crescimento dos mercados da periferia. Desta forma, contribui para o aumento do lucro operacional das empresas num contexto de crescente concorrência em preços, o que só é possível pela redução dos custos primários. A ligação estrita do IDE com as empresas e as economias centrais se faz por meio do controle das cadeias de produção, seja o tecnológico, seja dos canais de comercialização. Um aspecto desse novo perfil de articulação do investimento na periferia via CGVs é a exigência de relativa estabilidade da taxa de câmbio, para evitar flutuações significativas de preços de fornecimento de partes e componentes, sobretudo se o valor agregado domesticamente é relevante.

Ao discutir a integração financeira dos periféricos, Hoggart et al. (2016) alertam, para além dos eventuais efeitos benéficos - tais como volume e diversidade de financiamento -, para as flutuações – ou, mais particularmente, a volatilidade – dos fluxos de capitais e seu efeito exacerbado nos periféricos por conta do tipo de fluxos de capitais que recebem e de seus mercados mais estreitos. Ao analisar a volatilidade dos fluxos de capitais, os autores constatam que para o agregado desses fluxos, a volatilidade para os países centrais e periféricos é semelhante. No entanto, isto se deve exclusivamente ao peso do IDE nesses últimos. Nos demais fluxos de capitais – portfólio e bancário –, a volatilidade é bem maior nos periféricos.

Em relação a esse último aspecto, o texto destaca o aumento do peso e da volatilidade dos fluxos de portfólio baseados em dívida, decorrente da crescente participação na administração desses recursos originários dos Investidores Institucionais – sobretudo os *asset-managers* – sob a forma de fundos mútuos open-ended, ou seja, sem destinação específica e prazo de aplicação. O caráter disseminado desses fundos em distintos países/moedas e a postura curto-prazista dos investidores lhes atribui uma elevada propensão para comportamento de manada e efeito-contágio.

A partir da discussão sobre os determinantes da globalização financeira e da natureza dos fluxos de capitais, a seção 4 apresenta uma proposta de periodização da globalização financeira.

4. A periodização da globalização financeira

É possível distinguir alguns períodos na globalização financeira, tanto pela intensidade dos fluxos de capitais, quanto pela sua composição⁵. Na primeira fase, que engloba a primeira metade dos anos 1980, dominam os fluxos que têm como destino a compra de dívida pública nos EUA – momento importante pois é exatamente nesta década que este país consolida sua posição como emissor da moeda reserva financeira e fiduciária e âncora da riqueza financeira global, após as incertezas geradas pelo fim da conversibilidade do dólar em ouro, ocorrido em 1971. Assim, o papel da dívida pública americana como âncora da fase inicial da globalização financeira deve ser ressaltado. No contexto da era Reagan, a combinação de taxas de juros elevadas e aumento dos déficits públicos – como resultado do aumento dos gastos militares e redução de impostos –, a dívida pública americana ampliada tornou-se o abrigo dos fluxos de capitais oriundos dos demais países.

Dados compilados por Turner (1991) mostram que os EUA tinham uma participação no destino dos fluxos de portfólio de 7% no período 1975-79 e passam a 24% nos anos 1980-84. Este crescimento atinge o pico nos anos 1985-86, quando alcançam cerca de 50% do total, declinando a partir de então. Os números mostram como foi importante o mercado de capitais americano para consolidar a passagem da moeda reserva, de conversível para fiduciária, e para ancorar esta passagem nos ativos financeiros. O autor também salienta como os fluxos brutos, crescentes, vão perdendo a conexão com os fluxos líquidos, ou seja, com o financiamento das transações correntes.

Nesta década, a periferia capitalista, vivenciando a crise da dívida externa, é praticamente excluída do processo, à exceção de alguns países asiáticos. Nesse contexto, como alerta o autor, o aumento da volatilidade dos fluxos de capitais comparativamente aos anos 1970 é notável, e ocorre tanto no agregado, considerando a origem-destino de países, quanto nos fluxos individualizados – ou seja, além do aumento médio, cai o diferencial de volatilidade entre os fluxos de portfólio, bancário e IDE, a despeito de esse último ainda se manter na posição inferior do ranking.

O segundo período relevante abarca dos anos 1990 até a crise financeira global (CFG). Além da maior intensidade dos fluxos, assiste-se a uma diversificação na origem e no destino, reincorporando inclusive a periferia do sistema que havia sido excluída na década anterior, de crise da dívida. De acordo com Lane e Milesi-Ferretti (2007), durante esse período a integração dos países centrais distingue-se daquela dos periféricos pela maior intensidade da primeira. A explicação residiria em dois aspectos: na maior profundidade dos mercados financeiros dos países centrais, como substrato da integração, e nos elevados riscos de moeda resultantes da formação de ativos na periferia.

O terceiro período relevante da globalização financeira é o do pós-CFG, no qual verifica-se uma desaceleração dos fluxos globais e uma mudança nos seus determinantes, com um maior peso

(5) Chesnais (2006) sugere que a constituição da “mundialização financeira”, como ele denomina, passou por três etapas importantes: i) etapa da internacionalização financeira indireta, marcada, sobretudo pelo crescimento das finanças de mercado nos EUA (1960-79); ii) etapa da desregulamentação e liberalização financeira, com o aumento da integração entre os mercados, resultante da abertura financeira (1980-85); e iii) etapa da generalização da arbitragem e incorporação dos mercados “emergentes” (1986-1999). Neste artigo, apresenta-se uma periodização alternativa e atualizada.

das variáveis macroeconômicas de curto prazo – taxas de câmbio e de juros –, que definem o retorno, *vis-à-vis* os fatores associados à diversificação dos portfólios. Apesar da participação ainda inferior quando medida pela relação PII/PIB, os periféricos, durante esse período, ampliam a sua participação nos fluxos globais de capitais. Esse período é também caracterizado por quatro mudanças salientes nos fluxos globais de capitais: a perda de relevância dos fluxos bancários no contexto de uma expressiva desalavancagem dessas instituições; o crescimento do mercado de portfólio *debt*, em parte como substituição dos fluxos bancários; um crescimento expressivo dos mercados locais em países periféricos; a ampliação do peso do IDE, mas crescentemente originado nos centros financeiros ou paraísos fiscais.

No que tange às mudanças no IDE o texto de Blanchard & Julien (2016) é muito esclarecedor. Sua tese central é a de que o IDE tornou-se uma modalidade de fluxo de capital muito distinta do seu padrão histórico. Os seus determinantes descolaram-se das razões produtivas e tecnológicas e passaram a ser condicionados pela arbitragem fiscal e variáveis macroeconômicas, em particular as taxas de juros, tornando-se um fluxo eminentemente financeiro. Mais precisamente, a alta correlação entre *inflows* e *outflows* caracterizaria a relevância da arbitragem fiscal – e em menor escala da evasão aos controles de capital –, enquanto a sensibilidade às variações da taxa de juros americana evidencia seu caráter financeiro.

A correlação negativa entre as variações nos juros e os fluxos do IDE são de tal magnitude que superam inclusive aquelas observadas para os investimentos de portfólio, indicando que as empresas constituem *loci* relevantes de arbitragem com variáveis macroeconômicas, em particular, as taxas de juros. De fato, constituem um canal importante de canalização de fluxos financeiros de curto prazo. Some-se a isto a arbitragem tributária e a evasão dos controles de capitais conduzidas por *Special Purposes Vehicles* em paraísos fiscais e se chega à constatação de que boa parte do que é considerado como IDE é, na verdade, outro tipo de fluxo, especulativo, disfarçado.

Assim, os principais determinantes dos fluxos de capitais são modificados a partir da CFG. No IDE, por exemplo, além do crescente papel dos centros financeiros, devido a razões tributárias, financeiras e regulatórias, cresce o papel das F&As, dos empréstimos inter-companhias e da gestão financeira de curto prazo em detrimento do investimento *greenfield*. Nas operações de portfólio, a grande novidade é o crescimento expressivo das operações em moeda local em países tidos como “emergentes”; e, nos créditos bancários, o ampliado papel do dólar como *funding* em operações especulativas de *carry trade*.

As mudanças apontadas acima tiveram diferenciais importantes quando se consideram os países periféricos, que tiveram uma ampliação da sua participação, mas com um aumento do peso de variáveis de curto prazo, conforme documentado por Ahmed e Zlate (2014). Tudo indica, portanto, que os fluxos para a periferia, embora ampliados, se tornaram mais voláteis.

O texto de Avdejev et al. (2016) também constata uma importante modificação nos fluxos de capitais após a GFC, no contexto do aumento da relevância dos determinantes de curto prazo, apontados acima. Sua análise vai na direção de demonstrar que a mudança da composição dos fluxos, com perda de relevância dos créditos bancários e ampliação dos bônus (*portfolio debt*), realça a maior importância da política monetária dos países centrais, em particular dos EUA. A proposição acima põe em destaque a maior sensibilidade dos fluxos às condições de liquidez *vis-à-vis* às dos riscos. Na verdade, isto sugere que dos dois fatores econômicos determinantes da globalização financeira,

aqueles associados à diversificação de portfólios perdem relevância ante aqueles associados ao *trade-off* preferência pela liquidez ou retorno dos ativos.

Evidentemente, os efeitos da globalização financeira sobre países centrais e periféricos seguem sendo muito distintos, tema a ser discutido na seção seguinte.

5. Efeitos da globalização financeira: países centrais x periféricos

Uma das discussões centrais no que tange aos fluxos de capitais para os países periféricos se refere às assimetrias nos planos monetário, macroeconômico e financeiro (Prates, 2002). Em suma, os países periféricos têm uma participação secundária – embora crescente – nos fluxos de capitais globais, e ainda com uma composição distinta, com ativos que em geral oferecem maiores retornos e que podem ser repentinamente abandonados, engendrando uma maior volatilidade desses fluxos. As características dos fluxos de capitais refletem-se naturalmente em diferenças importantes na composição dos estoques de ativos e passivos formados ao longo do tempo – a Posição Internacional de Investimento –, que têm também implicações relevantes para as economias periféricas.

O trabalho de Akyüz (2021) refletindo sobre o conjunto de transformações ocorridas na inserção dos países periféricos após a CFG adverte que o aumento da integração financeira desses países produziu um aumento da transmissão da volatilidade externa e uma maior dependência do ciclo de liquidez global. Essa transmissão aumentada decorreu não só da própria volatilidade dos fluxos, mas do efeito riqueza, relativo aos estoques. Ao mesmo tempo, criou outros custos para essas economias, como uma ampliação da transferência líquida de recursos financeiros ao exterior relacionada à composição de ativos e passivos externos – o que contribui para o descolamento da conta de renda de capitais das transações reais, discutida na seção 3.

Do ponto de vista dos estoques, é importante examinar a Posição Internacional de Investimentos que resulta de três processos distintos. O primeiro é o saldo de transações correntes, ou seja, o financiamento da conta corrente do balanço de pagamentos, que corresponde à transferência de recursos reais ou poupança (*savings*) de superavitários para deficitários. Como visto na seção 3, esses correspondem aos fluxos de capitais líquidos.

A outra dimensão é a dos fluxos de capitais brutos, descolada do saldo de transações correntes e do seu financiamento. Como visto, essa dimensão reflete com mais precisão a dinâmica que se estabelece na globalização financeira e os determinantes dos fluxos de capitais, oriundos da busca por diversificação dos portfólios. Esses fluxos abrangem tanto a compra de ativos domésticos por parte de não-residentes, quanto a compra de ativos no exterior por parte de residentes. A soma líquida de cada grupo de transações constitui o passivo e ativo internacional de cada país.

Por fim, as PIIs também são determinadas por variações patrimoniais, ou seja, aquelas que expressam a variação autônoma dos estoques de ativos/passivos e que refletem as flutuações de preços macroeconômicos, i.e. taxa de câmbio e de juros.

O Quadro 2 representa a composição predominante do balanço de países centrais e periféricos, como assinalado por Akyüz (2021) e Lane e Milesi-Ferreti (2018), com algumas mudanças laterais na última década. Assim, os países centrais possuem principalmente ativos longos e passivos curtos. Isto se deve à sua posição na hierarquia monetária e ao desenvolvimento financeiro, que lhes permite descartar prazos e moedas sem riscos excessivos. Os países periféricos, ao contrário,

possuem predominantemente ativos curtos e passivos longos, também como reflexo de sua posição na hierarquia e ao menor desenvolvimento financeiro, que elevam substancialmente o risco de descasamento de prazos e moedas.

Quadro 2
Composição estilizada da PII de países centrais e periféricos

Países/discriminação	Ativos	Passivos
Centrais	Long	Short
Periféricos	Short	Long

Fonte: Elaboração dos autores, baseada em Akyüz (2021) e Lane e Milesi-Ferreti (2018).

Os ativos *long* dos países centrais compõem-se principalmente de *equities* (IDE ou ações), revelando a diversificação patrimonial que incorpora de modo relevante, e em menor escala os títulos de dívida e bônus, principalmente dos mesmos países centrais. Os seus passivos curtos são constituídos principalmente de títulos ou bônus e créditos bancários de outros desenvolvidos. Esse diferencial de prazos tem implícito um diferencial de rentabilidade em favor dos ativos.

Os países periféricos, por sua vez, possuem um descasamento de prazos ao revés, ou seja, ativos curtos e passivos longos, também como parte de sua posição na hierarquia monetária e ao baixo desenvolvimento financeiro. Seus ativos compreendem, em grande medida, os ativos de reserva constituídos por títulos (bônus) de grande liquidez, em geral títulos públicos de baixa rentabilidade e risco. No período mais recente, ampliou-se o peso dos demais títulos e, para alguns poucos, do IDE que detêm em outras praças. Os passivos desses países costumavam ser IDE e títulos de dívida longos, emitidos pelo setor público e grandes empresas. Recentemente, a despeito do peso menor, o desenvolvimento dos mercados locais ampliou, para alguns países, a relevância dos passivos em moeda local.

Como visto, a composição de ativos e passivos dos países periféricos e centrais é simétrica, o que implica diferencial de rentabilidade. Para o período 2000/2016, Akyüz (2021) estima um diferencial de rentabilidade líquida de 3.4 p.p. para os países centrais, resultante da rentabilidade líquida negativa de 2.6% dos periféricos, contra uma rentabilidade positiva de 0,8% para os países centrais. Esse diferencial não resulta de decisões de alocação de portfólios desses grupos de países, mas decorre da posição na hierarquia monetária e financeira que ocupam. De acordo com o trabalho de Carneiro e De Conti (2022) – dentre outros –, ativos de países periféricos, dados os riscos envolvidos na sua aquisição – de moeda e de mercado –, têm, por definição, que pagar juros maiores do que aqueles dos países centrais. O descasamento de prazo apenas acentua essa determinação.

Outro aspecto de sobeja importância no que tange à integração dos países periféricos à globalização financeira se refere aos efeitos dos ciclos de liquidez global nas suas economias. Isto obviamente depende da intensidade e composição desse ciclo de liquidez, mas também dos efeitos que produz sobre os estoques de ativos e passivos, a PII. A questão central nesse caso é a variação patrimonial – ou o efeito riqueza – decorrente do impacto da flutuação dos juros nos preços dos ativos nos mercados nos quais são emitidos; e da taxa de câmbio no seu valor em moeda reserva. Para os

países periféricos, é importante esclarecer que esses efeitos patrimoniais se transmitem imediatamente às economias domésticas, afetando fortemente o ciclo interno⁶.

A discussão do efeito riqueza – ou, mais propriamente, dos efeitos das flutuações dos preços macroeconômicos (taxas de juros e de câmbio) sobre o valor de ativos e passivos – tem várias dimensões a serem consideradas e, do ponto de vista prático, deve ser realizada à luz de uma análise do ciclo financeiro global. Uma primeira distinção relativa a países centrais e periféricos diz respeito ao comportamento de taxas e juros e câmbio. A suposição de um padrão similar de flutuação e interação das variáveis, tal qual definido na hipótese da trindade impossível, é amplamente contestada na literatura contemporânea – mesmo no *mainstream*, como por exemplo em Rey (2015). Assim, cabe observar que nos países de moeda central, variações de taxas de juros se acompanham de flutuações nas taxas de câmbio de intensidade moderada, enquanto nos periféricos é comum observar movimentos bem mais intensos (de *overshooting*) em ambas as taxas⁷.

Outro aspecto estrutural que convém considerar na avaliação do efeito riqueza diz respeito ao tamanho e à resiliência dos mercados financeiros nesses grupos de países, características que definem um padrão de variação de preços de ativos – inclusive taxa de câmbio – mais intenso nos periféricos do que nos centrais, nas várias etapas dos ciclos de liquidez.

Partindo da ideia anterior, pode-se postular que variações das taxas de juros provocam variações mais intensas nos preços de ativos nos países periféricos, pela combinação de fatores macroeconômicos e estruturais. Assim, como demonstrado em Carneiro e De Conti (2022), nas moedas periféricas a variação dos juros é sempre um múltiplo daquela dos países centrais e, portanto, o efeito sobre os preços dos ativos é em geral mais pronunciado – fato exacerbado pela maior estreiteza dos seus mercados financeiros. O mesmo ocorre com a taxa de câmbio, cuja característica central é um padrão de extrema volatilidade e grande ocorrência de *overshootings*.

Para além dos efeitos gerais mais pronunciados de flutuações das taxas de juros e câmbio sobre os países periféricos, cabe avaliar como estas impactam especificamente a PII dos dois grupos de países. O critério usado pela metodologia de PII para contabilizar passivos e ativos externos dos países tem como fundamento a jurisdição de origem e destino dos fluxos de capitais. Assim, como visto na seção 3, os passivos são constituídos por entradas (*inflows*) de não-residentes, enquanto os ativos por saídas (*outflows*) de residentes. A contabilização desses estoques nas estatísticas do FMI é realizada na moeda reserva, ou seja, o dólar. Ambos são convertidos para essa moeda, embora tanto os ativos quanto os passivos possam estar sendo transacionados em outros mercados e, portanto, em outras moedas. Isto implica que o registro já incorpora as variações de taxas de câmbio e as marcações a mercado.

O Quadro 3 apresenta a forma genérica de olhar a posição externa dos países. A primeira linha expressa a PII, na qual ativos e passivos externos de países centrais e periféricos são expressos na moeda reserva, no caso, o dólar.

(6) Para uma análise sobre alguns dos canais de transmissão desses ciclos internacionais aos ciclos domésticos, ver Rosa (2020).

(7) De Conti (2011) e Ramos (2016) mostram que tanto a velocidade quanto a amplitude das variações tendem a ser muito maiores nos países periféricos.

Quadro 3

PII expressa na moeda reserva (primeira linha) e expressa nas moedas de efetiva denominação dos ativos e passivos (segunda linha):

Países Centrais		Países Periféricos	
a) Ativos (\$)	Passivos (\$)	b) Ativos (\$)	Passivos (\$)
c) Ativos (\$\$)	Passivos (\$)	d) Ativos (\$/\$)	Passivos (\$/\$)
Ativos > Passivos		Ativos < Passivos	

\$ = moeda reserva ou central; \$\$ = moeda periférica

Fonte: Elaboração dos autores.

Contudo, os efeitos riqueza dependem, sobretudo, dos mercados ou, mais precisamente, da jurisdição e da denominação monetária dos ativos e passivos dos grupos de países. Em linhas gerais, há duas situações distintas que expressam as possibilidades mais relevantes. A primeira, representada pela posição (a): países centrais que emitem passivos nos seus mercados e/ou nas suas moedas – no caso destacado, em moeda reserva – e adquirem ativos em mercados centrais nas respectivas moedas dos mercados de destino. Como a globalização financeira foi predominantemente um negócio entre países desenvolvidos, a grande parte do estoque de ativos e passivos tem essa característica. No que tange aos periféricos, prevalece a posição (b), na qual ativos e passivos externos também estão em moeda reserva, emitidos nos mercados dos países centrais. Nesse caso, no entanto, há uma diferença essencial em relação à situação dos países centrais: nos periféricos, os passivos não estão denominados nas suas moedas, refletindo o chamado *original sin* (Eichengreen, 2005).

Na segunda linha do Quadro 3, temos uma situação que vem se ampliando após a CFG, eclodida em 2008, e que traduz o crescimento dos mercados locais nos países periféricos. De um lado, a posição c, na qual os países centrais emitem passivos em suas moedas, em particular na moeda reserva, mas adquirem ativos nos mercados locais dos periféricos, denominados nas moedas periféricas. Como contrapartida, os países periféricos passam a emitir passivos em moeda local (d), ou seja, os investimentos dos não-residentes entram no país em moeda central, mas são convertidos em aplicações nos mercados locais e denominados em moeda local. Essa possibilidade se soma à posição tradicional de emissão de passivos no exterior, para financiamento de atividades locais, com o clássico descasamento de moedas, bancado pelos tomadores locais.

Um terceiro aspecto ou assimetria importante se refere à posição líquida dos países. Os países centrais possuem, em geral – e com a grande exceção dos EUA –, ativos externos maiores que passivos, ou seja, são credores líquidos; em contrapartida, os periféricos – à exceção da China e alguns outros países asiáticos - possuem passivos maiores do que ativos, ou seja, são devedores líquidos. À luz dessa caracterização, cabe examinar os efeitos patrimoniais – ou efeito-riqueza – nos grupos de países, durante as etapas do ciclo de liquidez, o *boom e o burst*

O *boom* é caracterizado por uma queda generalizada das taxas de juros a partir de sua redução na moeda reserva e por uma desvalorização da taxa de câmbio dessa moeda, sobretudo ante as moedas periféricas. De acordo com os Quadros acima se pode analisar o que ocorre nos países centrais. Como regra geral, o efeito riqueza é positivo. Primeiro, porque a queda dos juros corresponde à valorização dos ativos negociados em mercados secundários. Adicionalmente, para o caso (c), no qual os ativos dos países centrais estão em moeda periféricas, a valorização dessas moedas amplia o seu valor em moeda reserva.

No caso dos países periféricos, o efeito riqueza é também positivo no *boom*, porém, mais acentuado. Há mais variantes a examinar. No caso padrão, o efeito é semelhante aos países centrais, mas pelo fato de se emitirem passivos longos para constituir ativos curtos o diferencial de prazos acentua o ganho patrimonial. Um outro caso possível é aquele no qual parte dos passivos foi constituída para financiar ativos em moeda doméstica. O efeito riqueza é de novo positivo, mas amenizado, porque nesse caso, por definição, os passivos são maiores do que os ativos.

Na etapa de reversão do ciclo (*burst*), ocorre simultaneamente uma elevação das taxas de juros no país emissor da moeda reserva e uma apreciação da sua moeda, sobretudo ante as periféricas. Para os países centrais que estão na posição (a), ou seja, com ativos e passivos denominados em moeda reserva ou central há um efeito riqueza negativo, decorrente da maturidade distinta, mais longa nos ativos e mais curta nos passivos. Esse efeito é amenizado pelo fato de os primeiros serem maiores do que os segundos.

No que tange ao efeito da taxa de câmbio, excluindo as variações de menor monta entre moedas centrais, ele é relevante para a situação (c), na qual há ativos em moedas periféricas. Nesse caso, a valorização da moeda reserva diminui o valor dos ativos nas moedas periféricas. Cabe assinalar que a despeito de esse cenário ser possível, ele é muito menos importante do que aquele que traduz a posse de ativos pelos países centrais nesses próprios países e denominados em moeda central, e cujo padrão de variação cambial é bem menos acentuado.

O movimento do *burst* tem implicações distintas para os países emissores de moedas periféricas. No caso padrão, (b) quando ativos e passivos estão denominados em moeda reserva, a elevação das taxas de juros – que tende a ser maior para os passivos dos periféricos do que para os seus ativos – e a diferença de prazos entre os mesmos implica menor desvalorização dos ativos, parcialmente compensada pelo balanço líquido negativo. Nos casos do descasamento de moedas, a valorização da moeda reserva impõe efeitos diferenciados, a depender de quem incorre no risco cambial. Assim, por exemplo, há uma desvalorização de parte dos ativos dos países centrais denominados na moeda local, que corresponde a uma redução do valor dos passivos dos periféricos. Todavia, isso só ocorre para aqueles ativos marcados a mercado. Aqui cabe destacar que o grosso das posições com descasamento cambial, tais como financiamentos longos denominados em moeda reserva, implicam efeito patrimonial negativo para os países periféricos, pois a despeito do valor estável em moeda reserva o contravalor em moeda periférica amplia-se na medida da desvalorização da moeda.

Conforme documentado no trabalho de Akyuz (2021), a configuração das PIIs de países centrais e periféricos, tal qual explicitadas acima, implicam, portanto, efeitos riqueza bastante diferenciados: em geral, positivos para os primeiros e negativos para os segundos. Entre 2000 e 2016, os países periféricos tiveram uma perda de capital de 2,7% do valor das suas posições, enquanto os países centrais ganharam 0,8%. Outra questão que fica também evidente na análise dos dados se refere aos efeitos mais intensos de ganhos e perdas nos países periféricos nas fases do ciclo, acentuando, num contexto de maior dependência desse ciclo, a volatilidade e a instabilidade – transmitidas para a economia doméstica.

Considerações finais

Este artigo discutiu a conformação da globalização financeira, com foco nas assimetrias subjacentes e na decorrente inserção dos países periféricos. Em primeiro lugar, foram apresentados os principais determinantes da globalização financeira, tanto de ordem econômica, quanto geopolítica. Destacadamente, atribuiu-se a constituição da globalização financeira às determinações – econômicas e geopolíticas – do país hegemônico, os EUA, a partir da perda de sua dominância produtiva e tecnológica e tendo como pano de fundo as transformações do Sistema Monetário e Financeiro Internacional associados ao envelhecimento do Acordo de Bretton Woods enquanto ordem internacional regulada.

Em seguida, discutiu-se a natureza dos fluxos de capitais que caracterizam a globalização financeira, que tiveram como impulso inicial um processo de diversificação dos portfólios entre os próprios países centrais e, posteriormente, de busca por rentabilidade extraordinária nas periferias do sistema. Nessa dinâmica, defendeu-se a pertinência de distinguir os fluxos de portfólio daqueles de IDE ou bancários e, sobretudo, os fluxos líquidos dos brutos – entendendo-se estes como muito mais relevantes para a compreensão da globalização financeira do que aqueles. Constatou-se ademais, que as diferenças de determinantes entre os vários fluxos se esmaecem após a GCF, sobressaindo-se os fatores associados a variáveis macroeconômicas

À luz dessa evolução no processo de constituição da globalização financeira, propôs-se uma periodização em três grandes fases. Na primeira, nos anos 1980, o processo de integração se deu essencialmente entre os países centrais e, depois das incertezas geradas pelo fim da conversibilidade do dólar em ouro, marcaram a consolidação dos mercados estadunidenses como os principais do globo e dos seus títulos públicos como a nova âncora da riqueza financeira mundial. A segunda fase, que vai dos anos 1990 até a eclosão da CFG, caracterizou-se sobretudo pela reinserção dos países periféricos, que no geral haviam sido excluídos do processo durante a década anterior, em função da crise da dívida externa; entretanto, o grau de integração dos países centrais continuou incomparavelmente maior. No terceiro período, que vai da eclosão da CFG aos dias atuais, ocorreu uma desaceleração na taxa de crescimento dos fluxos de capitais globais, em particular entre os centrais, com aumento na participação dos países periféricos na absorção desses fluxos – apesar de manutenção ou mesmo ampliação da volatilidade desses fluxos. Além disso, ocorre uma mudança na composição dos fluxos e nos seus determinantes, com aumento do peso das variações dos preços macroeconômicos.

Por fim, o artigo rediscute os impactos da globalização financeira em sua fase contemporânea sobre os países centrais e periféricos, trazendo luz sobre aspectos normalmente negligenciados na literatura. Para além dos efeitos dos fluxos de capitais, destaca-se a importância dos efeitos patrimoniais (ou efeito-riqueza), oriundos sobretudo dos impactos das variações nas taxas de juros e câmbio sobre os estoques de passivos e ativos externos dos países centrais e periféricos. A análise exige nuances – sobretudo para capturar os efeitos nas distintas fases dos ciclos de liquidez –, mas em essência os países periféricos são mais suscetíveis aos ciclos e, compilando-se os efeitos do *boom* e do *burst*, apresentam perdas líquidas, absorvidas como ganhos pelos países centrais

Referências bibliográficas

- AHMED, S.; ZLATE, A. (2014). Capital flows to emerging market economies: a brave new world? *Journal of International Money and Finance*, v. 48, p. 221-248.
- AKYÜZ, Y. (2021). External balance sheets of emerging economies: low-yielding assets, high-yielding liabilities. *Review of Keynesian economics*, v. 9, n. 2, p. 232-252.
- AVDJIEV, S.; GAMBACORTA, L.; GOLDBERG, L. S.; SCHIAFFI, S. (2017). The shifting drivers of international capital flows. *NBER Working Paper*, n. 23565.
- AVDJIEV, S.; MCCAULEY, R. N.; SHIN, H. S. (2016). Breaking free of the triple coincidence in international finance. *Economic Policy*, v. 31, n. 87, p. 409-451.
- BELLUZZO, L. G.; TAVARES, M. C.; FIORI, J. (2004). A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: FIORI, J. L. *O poder americano*. Petrópolis: Vozes.
- BLANCHARD, O.; JULIEN, A. (2016). What does measured FDI actually measure? *Peterson Institute Policy Brief*, n. PB16-17.
- BORDO, M. D.; EICHENGREEN, B. (1993). A retrospective on the Bretton Woods System: lessons for international monetary reform. *NBER Books*.
- BRENNAN, M.; KOBOR, A.; RUSTAMAN, V. (2011). *Diversifying market and default risk in high grade sovereign bond portfolios*. Available at SSRN 1871067.
- BRUNO, V.; SHIN, H. S. (2015). Cross-border banking and global liquidity. *The Review of Economic Studies*, v. 82, n. 2, p. 535-564.
- CARNEIRO, R. (2007). *Globalização e integração periférica*. Campinas: Unicamp. IE. (Texto para Discussão, n. 126).
- CARNEIRO, R. (2020). Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira (Parte II: uma reflexão sobre a financeirização a partir da literatura contemporânea. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 29, n. 3 (70), p. 693-717, set./dez.
- CARNEIRO, R.; DE CONTI, B. (2022). Exorbitant privilege and compulsory duty: the two faces of the financialised IMS. *Cambridge Journal of Economics*, v. 46, n. 4, p. 735-752.
- CHESNAIS, F. (Org.) (1999). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Ed. Xamã.
- DE CONTI, B. (2011). *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. Tese (Doutoramento)–Universidade Estadual de Campinas e Université Sorbonne Paris-Nord.
- EICHENGREEN, B. (2008). *Globalizing capital*. Princeton University Press.
- EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. (2005). *The pain of original sin, other people's money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies*. Chicago: Chicago University Press, p. 13-47.
- EICHENGREEN, B.; SACHS, J. (1985). Exchange rates and economic recovery in the 1930s. *The Journal of Economic History*, v. 45, n. 4, p. 925-946.

- FRIEDMAN, M. (1953). The case for flexible exchange rates. *Essays in Positive Economics*, v. 157, n. 203, p. 33.
- HELLEINER, E. (1996). *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s*. Cornell University Press.
- HOGGARTH, G.; JUNG, C.; REINHARDT, D. (2016). Capital inflows – the good, the bad and the bubbly. *Bank of England Financial Stability Paper*, n. 40.
- HUDSON, Michael, (2003). *Super imperialism: the origin and fundamentals of U.S. world dominance*. 2nd ed. Pluto Press.
- KOEPKE, R. (2019). What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, v. 33, n. 2, p. 516-540.
- LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of International ECONOMICS*, v. 73, n. 2, p. 223-250.
- LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. (2018). The external wealth of nations revisited: international financial integration in the aftermath of the global financial crisis. *IMF Economic Review*, v. 66, n. 1, p. 189-222.
- MILBERG, W. (2008). Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains. *Economy and Society*, v. 37, n. 3, p. 420-451.
- NURKSE, R. (1944). *International currency experience: lessons of the interwar period*. League of Nations. v. 2.
- OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. (1997). *The great depression as a watershed: international capital mobility over the long run*.
- PLIHON, D. (2005). As grandes empresas fragilizadas pela finança. In: CHESNAIS, F. *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo.
- RAMOS, R. (2016). *Financialization and its implications on the determination of exchange rates of emerging market economies*. Tese (Doutoramento)–Universidade Estadual de Campinas e Université Sorbonne Paris-Nord.
- REY, H. (2015). *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. National Bureau of Economic Research. (n. w21162).
- ROSA, R. (2020). *Macroeconomia financeira na periferia: ciclo financeiro externo e os impactos na economia brasileira*. Tese (Doutoramento)–Universidade Estadual de Campinas.
- TURNER, P. (1991). *Capital flows in the 1980s: a survey of major trends*.
- ZUCMAN, G. (2015). *The hidden wealth of nations: the scourge of tax havens*. University of Chicago Press.