

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

JOÃO CAMARGO DI IORIO MIAHIRA

**UM ESTUDO SOBRE A DINÂMICA DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE
PAGAMENTOS DE BRASIL, RÚSSIA, TURQUIA E CORÉIA DO SUL: A
SUBORDINAÇÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS AO MOVIMENTO DA LIQUIDEZ
INTERNACIONAL ENTRE 2003 E 2019**

UBERLÂNDIA

2021

JOÃO CAMARGO DI IORIO MIAHIRA

**UM ESTUDO SOBRE A DINÂMICA DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE
PAGAMENTOS DE BRASIL, RÚSSIA, TURQUIA E CORÉIA DO SUL: A
SUBORDINAÇÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS AO MOVIMENTO DA LIQUIDEZ
INTERNACIONAL ENTRE 2003 E 2019**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de mestre em Economia.

Orientador: Niemeyer Almeida Filho

Co-orientadora: Profª Vanessa Petrelli Corrêa

UBERLÂNDIA

2021



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Economia				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Acadêmico, Nº 297, PPGE				
Data:	31 de Maio de 2021	Hora de início:	16:00	Hora de encerramento:	19:30
Matrícula do Discente:	11912EC0006				
Nome do Discente:	João Camargo Di Iorio Miahira				
Título do Trabalho:	Um Estudo sobre a Dinâmica da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos de Brasil, Rússia, Turquia e Coréia do Sul: A subordinação dos fluxos de capitais ao movimento da liquidez internacional entre 2003 e 2019				
Área de concentração:	Desenvolvimento Econômico				
Linha de pesquisa:	Políticas Públicas e Desenvolvimento Econômico				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	Abertura externa e liberalização financeira nos países periféricos: impactos sobre as contas externas e o crescimento pós anos 1990				

Reuniu-se a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Economia, assim composta: Professores Doutores: José Rubens Damas Garlipp - UFU; Denise Lobato Gentil - UFRJ; Niemeyer Almeida Filho - UFU orientador do candidato. Ressalta-se que em decorrência da pandemia pela COVID-19 e em conformidade com Portaria Nº 36/2020, da Capes e Ofício Circular nº 1/2020/PROPP/REITO-UFU, a participação dos membros da banca e do aluno ocorreu de forma totalmente remota via webconferência. A Professora Denise Lobato Gentil participou desde a cidade do Rio de Janeiro (RJ). Os demais membros da banca e o aluno participaram desde a cidade de Uberlândia (MG).

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, Dr. Niemeyer Almeida Filho, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o senhor(a) presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos(as) examinadores(as), que passaram a arguir o(a) candidato(a). Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o(a) candidato(a):

Aprovado.

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Niemeyer Almeida Filho, Professor(a) do Magistério Superior**, em 31/05/2021, às 19:11, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **José Rubens Damas Garlipp, Professor(a) do Magistério Superior**, em 31/05/2021, às 19:14, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Denise Lobato Gentil, Usuário Externo**, em 31/05/2021, às 19:15, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **2786413** e o código CRC **B9AE0E8F**.

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

M618 Miahira, João Camargo Di Iorio, 1995-
2021 Um estudo sobre a dinâmica da Conta Financeira do
Balanço de Pagamentos de Brasil, Turquia, Rússia e
Coréia do Sul [recurso eletrônico] : a subordinação dos
fluxos de capitais ao movimento da liquidez
internacional entre 2003 e 2019 / João Camargo Di Iorio
Miahira. - 2021.

Orientador: Niemeyer Almeida Filho.
Coorientadora: Vanessa Petrelli Corrêa.
Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de
Uberlândia, Pós-graduação em Economia.
Modo de acesso: Internet.
Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2021.257>
Inclui bibliografia.

1. Economia. I. Almeida Filho, Niemeyer ,1954-,
(Orient.). II. Corrêa, Vanessa Petrelli,1957-,
(Coorient.). III. Universidade Federal de Uberlândia.
Pós-graduação em Economia. IV. Título.

CDU: 330

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:

Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091

AGRADECIMENTOS

Nestes dois anos de mestrado só tenho a agradecer tudo que tive o privilégio de aprender e por todos que, de alguma forma, fizeram parte dessa minha caminhada em direção ao crescimento acadêmico e amadurecimento pessoal. Pois, apesar de ter sido um curto período de tempo, foi uma experiência intensa na qual mergulhei de cabeça quando decidi seguir por esse novo desafio em minha vida. Busquei aproveitar ao máximo todas as oportunidades que me foram concedidas através dos conteúdos ministrados nas aulas, das experiências da convivência com meus colegas e por toda vivência dentro das diversas esferas da universidade pública. Tudo o que conquistei até aqui devo à existência da universidade pública e a todos aqueles que contribuem para a manutenção dessa como um ambiente de construção do conhecimento coletivo e democrático, assim como um espaço de resistência.

Dessa forma, agradeço em muito pela minha família por todo o suporte para que pudesse seguir com meus estudos desde a graduação. Agradeço meus amigos por sempre estarem junto a mim durante toda essa caminhada, compartilhando tanto os bons quanto os maus momentos. Agradeço os professores de todo o departamento do IERI da UFU por toda seu esforço e dedicação ao ensino e à pesquisa. Agradeço a todos os trabalhadores e servidores da UFU por todo seu esforço e cuidado para manter a universidade, sem eles isso certamente não seria possível. Por fim, agradeço a participação de meus orientadores por todo seu empenho e paciência que tiveram comigo para que este trabalho pudesse ser concluído.

“Unless we understand what it is that leads to economic and financial instability, we cannot prescribe – make policy – to modify or eliminate it. Identifying a phenomenon is not enough; we need a theory that makes instability a normal result in our economy and give us handles to control it”

(Hyman Minsky)

RESUMO

As economias capitalistas periféricas sofreram historicamente com assimetrias e constrangimentos externos para articular seus processos de desenvolvimento econômico. No entanto, para além das assimetrias técnico-produtivas, a emergência de um padrão de dominância da acumulação financeira tornou tais economias periféricas expostas à novas formas de vulnerabilidade, sobretudo, no que diz respeito às vulnerabilidades financeiras. Em um contexto fortemente hierárquico do sistema monetário internacional, o aumento nos fluxos de capitais especulativos promovido pela globalização e liberalização financeira contribuíram para que as economias em condição periférica se integrassem de maneira subordinada aos novos mercados financeiros. Assim sendo, essa dissertação tem como objetivo estudar a volatilidade dos fluxos financeiros dirigidos às economias periféricas selecionadas (Brasil, Turquia, Rússia e Coréia do Sul) de modo a compreender melhor a relação do caráter subordinado das integrações financeiras destes países e os impactos dessa sobre a vulnerabilidade e instabilidade econômica.

Palavras-chave: Financeirização; hierarquia das moedas; vulnerabilidade externa.

ABSTRACT

The peripheral capitalist economies have historically suffered from asymmetries and external constraints to articulate their economic development processes. However, in addition to technical-productive asymmetries, the emergence of a pattern of dominance in financial accumulation has made these peripheral economies exposed to new forms of vulnerability, especially with regard to financial vulnerabilities. In strongly hierarchical context of the international monetary system, the increase in speculative capital inflows promoted by globalization and financial liberalization contributed to economies in peripheral conditions to integrate in a subordinate manner to the new financial markets. Therefore, this dissertation aims to study the volatility of financial flows directed to selected peripheral economies (Brazil, Turkey, Russia and South Korea) in order to better understand the relationship between the subordinate character of these countries' financial integration and the impact this about vulnerability and economic instability.

Key-words: Financialization; monetary hierarchy; external vulnerability.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Periodização da liquidez internacional no período 1990-2014	54
Quadro 2 – “Surtos de Recursos” para países periféricos no período 1990Q1-2010Q2	54
Quadro 3 – Composição da Conta Financeira dos Balanços de Pagamentos	65

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de juros básica dos Estados Unidos: Taxa Treasury de 1 ano (dados trimestrais de 2003 a 2020)	70
Gráfico 2 – Índice VIX (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) em dados diários.....	72
Gráfico 3 – Número de países periféricos em <i>Episódio de Capitais</i>	74
Gráfico 4 – Valorização do mercado de ações e aumento dos salários nominais em economias selecionadas entre 2009 e 2015 (variação percentual)	79
Gráfico 5 – Taxas de juros imediatas, <i>Call Money</i> , Taxa de Interbancário para os países centrais no período 2000 a 2019 (em % a.a.)	79
Gráfico 6 – Influxos de capitais brutos para os países emergentes a partir da porcentagem do PIB (dados trimestrais de 1990 a 2009)	89
Gráfico 7 – Fluxos de capital aos países emergentes por região (em US\$ bilhões)	89
Gráfico 8 – Fluxos de capitais totais (passivo) para os países emergentes e em desenvolvimento a partir de dados anuais de 2007 a 2018 (em US\$ bilhões)	91
Gráfico 9 – Fluxos de capitais – Passivos (ID+IC+OI+DER) para as economias em desenvolvimento e emergentes segundo subgrupos entre o período de 2007 a 2018 (valores anuais em US\$ milhões)	91
Gráfico 10 – Fluxos de Investimento Direto Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) no período 2007-2018 (valores anuais em US\$ milhões)	92
Gráfico 11 – Fluxos de Investimentos em Carteira Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) no período 2007-2018 (valores anuais em US\$ milhões)	93
Gráfico 12 – Fluxos em Outros Investimentos Passivos para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) no período 2007-2018 (valores anuais em US\$ milhões)	94
Gráfico 13 – Taxa de variação anual do volume exportado de bens e serviços por grupo de países entre 2000 a 2019 (em % a.a.)	95

Gráfico 14 – Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto, a preços correntes, de grupos de países selecionados no período 2000-2018 (em % a.a.)	96
Gráfico 15 – Índice de preços das <i>commodities</i> para grupos selecionados no período 2000-2017 (dados mensais)	97
Gráfico 16 – Brasil: Balanço de Pagamentos (BP) e suas subcontas (dados acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	112
Gráfico 17 – Brasil: Produto Interno Bruto (PIB) a preços correntes (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ bilhões)	113
Gráfico 18 – Brasil: Diferencial entre os valores das Exportações e Importações (dados trimestrais em US\$ bilhões)	116
Gráfico 19 – Taxa de juros (Selic) e indicadores selecionados (dados trimestrais em % a.a.)	116
Gráfico 20 – Brasil: Taxa de Câmbio Doméstica Real por US\$ (dados trimestrais) ..	117
Gráfico 21 – Brasil: Conta Financeira (CF) e suas subcontas líquidas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	119
Gráfico 22 – Brasil: Investimento Direto (ID) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	121
Gráfico 23 – Brasil: Investimento Direto Passivos (IDP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	122
Gráfico 24 – Brasil: Investimento em Carteira (IC) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	123
Gráfico 25 – Brasil: Investimento em Carteira Passivos (ICP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	125
Gráfico 26 – Brasil: Outros Investimentos (OI) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	126
Gráfico 27 – Turquia: Produto Interno Bruto (PIB) a preços correntes (dados trimestrais em US\$ bilhões)	143

Gráfico 28 – Turquia: Balanço de Pagamentos (BP) e suas subcontas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	144
Gráfico 29 – Turquia: Diferencial entre os valores das Exportações e Importações (dados trimestrais em US\$ milhões)	145
Gráfico 30 – Turquia: Fluxo de Reservas Internacionais (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	145
Gráfico 31 – Turquia: Taxa de Câmbio Doméstica Lira turca por US\$ (dados trimestrais)	147
Gráfico 32 – Turquia: Taxa básica de juros (CBRT Repo Interest Rate) e indicadores selecionados (dados trimestrais em % a.a.)	147
Gráfico 33 – Turquia: Conta Financeira (CF) e suas subcontas líquidas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	149
Gráfico 34 – Turquia: Investimento Direto (ID) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	150
Gráfico 35 – Turquia: Investimento Direto Passivos (IDP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	152
Gráfico 36 – Turquia: Investimento em Carteira (IC) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	152
Gráfico 37 – Turquia: Investimento em Carteira Passivos (ICP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	153
Gráfico 38 – Turquia: Outros Investimentos (OI) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	154
Gráfico 39 – Rússia: Produto Interno Bruto (PIB) a preços correntes (dados trimestrais em US\$ bilhões)	167
Gráfico 40 – Rússia: Balanço de Pagamentos (BP) e suas subcontas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	169

Gráfico 41 – Rússia: Diferencial entre os valores das Exportações e Importações (dados trimestrais em US\$ milhões)	171
Gráfico 42 – Índice de preços das commodities (grupos selecionados) durante o período 2000 a 2017 (dados mensais)	171
Gráfico 43 – Rússia: Conta Financeira (CF) e suas subcontas líquidas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	173
Gráfico 44 – Rússia: Taxa de Câmbio Doméstica Rublo russo por US\$ (dados trimestrais)	175
Gráfico 45 – Rússia: Moeda Nacional por dólar norte-americano, média anual durante o período 2008 a 2017 (número-índice, 2008=100)	175
Gráfico 46 – Rússia: Fluxo de Reservas Internacionais, entrada e saída para o Banco Central (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	176
Gráfico 47 – Taxa de juros (CBR Key Rate) e indicadores selecionados (dados trimestrais em % a.a.)	177
Gráfico 48 – Rússia: Investimento Direto (ID) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	179
Gráfico 49 – Rússia: Investimento Direto Passivos (IDP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	180
Gráfico 50 – Rússia: Investimento em Carteira (IC) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	181
Gráfico 51 – Rússia: Investimento em Carteira Passivos (ICP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	182
Gráfico 52 – Rússia: Outros Investimentos (OI) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	183
Gráfico 53 – Coréia do Sul: Balanço de Pagamentos (BP) e suas subcontas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	196

Gráfico 54 – Coréia do Sul: Diferencial entre os valores das Exportações e Importações (dados trimestrais em US\$ milhões)	197
Gráfico 55 – Coréia do Sul: Fluxos de reservas cambiais (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	198
Gráfico 56 – Coréia do Sul: Taxa de Câmbio Doméstica Won sul-coreano por US\$ (dados trimestrais)	202
Gráfico 57 – Coréia do Sul: Taxa básica de juros (Bank of Korea Base Rate) e indicadores selecionados (dados trimestrais em % a.a.)	203
Gráfico 58 – Coréia do Sul: Produto Interno Bruto (PIB) a preços correntes (dados trimestrais em US\$ bilhões)	204
Gráfico 59 – Coréia do Sul: Conta Financeira (CF) e suas subcontas líquidas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	205
Gráfico 60 – Coréia do Sul: Investimento Direto (ID) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	206
Gráfico 61 – Coréia do Sul: Investimento Direto Passivos (IDP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	207
Gráfico 62 – Coréia do Sul: Investimento em Carteira (IC) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	208
Gráfico 63 – Coréia do Sul: Investimento em Carteira Passivos (ICP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	209
Gráfico 64 – Coréia do Sul: Outros Investimentos (OI) dividido entre ativos e passivos (dados acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)	210

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Brasil: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira (1º trimestre de 2003 ao 1º trimestre de 2020)	130
Tabela 2 – Turquia: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira (1º trimestre de 2003 ao 1º trimestre de 2020)	157
Tabela 3 – Rússia: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira (1º trimestre de 2003 ao 1º trimestre de 2020)	186
Tabela 4 – Coréia do Sul: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira (1º trimestre de 2003 ao 1º trimestre de 2020)	212

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	18
CAPÍTULO 1 – HIERARQUIA DAS MOEDAS E A MUDANÇA DO SISTEMA MONETÁRIO MUNDIAL: A SUBORDINAÇÃO MAIS PROFUNDA DOS PAÍSES PERIFÉRICOS PÓS-1990	22
1.1 Inovações financeiras no contexto pós-1960 e o avanço da internacionalização e desregulamentação financeira	23
1.2 Hierarquia das moedas, movimentos especulativos e subordinação financeira	39
CAPÍTULO 2 – METODOLOGIA E PERIODIZAÇÃO DA LIQUIDEZ INTERNACIONAL NOS ANOS 2000	51
2.1 A classificação do FMI quanto ao perfil dos países sob análise e o conceito de “países periféricos”	54
2.2 Conta Financeira do Balanço de Pagamento, suas subcontas e os sinais da metodologia do BPM6	60
2.3 Metodologia para o estudo da volatilidade	65
2.4 O estudo da periodicidade da liquidez internacional e dos fluxos de recursos dirigidos aos países periféricos nos anos 2000	69
2.4.1 O ciclo de expansão da liquidez internacional entre 2003 e 2007	69
2.4.2 O agravamento da crise do <i>subprime</i> e a reversão dos fluxos financeiros	71
2.4.3 A inflexão da política monetária norte-americana e a expansão da liquidez	73
2.4.4 Reversão da liquidez com o aprofundamento da crise dos bancos na zona do Euro	76

2.4.5 Período 2012Q2 a 2015, o retorno da instável liquidez internacional	78
2.4.6 Dinâmica das taxas de juros norte-americanas e a problematização da demanda mundial – um período de queda da liquidez (porém não de fuga) no período entre 2015 e 2018	81
2.5 O perfil dos fluxos de estrangeiros (passivos) dirigidos aos países periféricos	88
CAPÍTULO 3 – ESTUDO DOS FLUXOS FINANCIEROS DIRIGIDOS AO BRASIL E TURQUIA ENTRE 2003 E 2019	98
3.1 Processos de abertura, liberalização e o estudo dos fluxos da Conta Financeira para o Brasil no período 2003-2019	98
3.1.1 Características da dinâmica econômica brasileira e o processo de abertura financeira	98
3.1.2 Análise dos fluxos da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos do Brasil no período entre 2013 a 2019	118
3.1.3 Análise da volatilidade da Conta Financeira do Brasil	128
3.2 Processos de abertura e liberalização e estudo do movimento dos fluxos da Conta Financeira para a Turquia no período 2003 a 2019	130
3.2.1 Características da dinâmica econômica turca e o processo de abertura financeira da Turquia ao longo dos anos 1990 aos 2000	130
3.2.2 Análise dos fluxos de capitais dirigidos à Turquia entre 2003 e 2019	148
3.2.3 Análise da dinâmica da volatilidade da Conta Financeira da Turquia	156
CAPÍTULO 4 – ESTUDO DOS FLUXOS DE RECURSOS FINANCEIROS DIRIGIDOS À RÚSSIA, CORÉIA DO SUL E NIGÉRIA NO PERÍODO 2003 A 2019	158
4.1. Características da dinâmica econômica e o processo de abertura financeira da Rússia ao longo dos anos 1990 aos anos 2000	158

4.1.1 Análise da dinâmica da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos da Rússia	158
4.1.2 Análise da dinâmica da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos da Rússia	172
4.1.3 Análise da volatilidade da Conta Financeira da Rússia	185
4.2 Processos de abertura e liberalização financeira e estudo do movimento dos fluxos da Conta Financeira para a Coréia do Sul no período 2003 a 2019	187
4.2.1 Características da dinâmica econômica e o processo de abertura financeira da Coréia do Sul ao longo dos anos 1990 aos 2000	187
4.2.2 Análise da dinâmica da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos da Coréia do Sul	204
4.2.3 Análise da volatilidade da Conta Financeira da Coréia do Sul	211
CONSIDERAÇÕES FINAIS	214
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	222

INTRODUÇÃO

No curso do desenvolvimento capitalista durante o pós-guerra as economias periféricas arcaram com a existência vulnerabilidades externas ligadas à sua posição subordinada no sistema econômico mundial que as tornava dependentes em termos monetários e tecnológicos, sobretudo, devido à escassez de divisas internacionais o que dificultava a aquisição de capitais importados necessários ao avanço das cadeias produtivas domésticas. O problema da inserção externa subordinada em relação aos países centrais tomou contornos mais graves com a emergência do neoliberalismo e com a eclosão de sérias crises externas e de balanço de pagamentos nas economias periféricas ao final da década de 1970. Este agravamento das restrições monetária e financeiras foi resultado de um conjunto de transformações estruturais no interior dos sistemas financeiros dos países centrais, dando a tônica da ascensão das finanças desregulamentadas e globalização financeira, sendo assim, o movimento dos capitais financeiros passou a demandar mudanças institucionais e regulatória nos países em busca de espaços de valorização e especulação. De modo que os países periféricos, após se inserirem nos movimentos de globalização financeira e desregulamentação das finanças, se tornaram expostos às novas formas de vulnerabilidades externa.

O movimento da desregulamentação das finanças e da globalização financeira teve início nos países centrais, destacando-se Estados Unidos e a Europa, a partir de meados da década de 1960. Se tratou de um período de surgimento de inovações no campo das finanças que ampliavam e flexibilizavam a capacidade de bancos e outras instituições financeiras promoverem operações através de instrumentos de passivos, que, por um lado, contribuíam para a expansão da liquidez da economia e, por outro lado, também ampliavam a instabilidade inerente ao sistema financeiro. De tal forma que com o avanço das transformações nos sistemas financeiros dos países centrais promoveu um movimento de expansão destas novas formas de capitais financeiros para os demais mercados do sistema monetário internacional, assim dando início ao fenômeno da globalização financeira.

Conforme a situação externa dos países periféricos ia se agravando ao longo das décadas de 1970 e 1980, os defensores do neoliberalismo argumentavam que a globalização financeira se mostrava uma alternativa viável para a solução das crises

externas e de balanço de pagamentos recorrentes à estes países, de modo que ao se integrarem aos mercados financeiros internacionais haveria um redirecionamento e expansão dos fluxos de capitais de praças menos rentáveis para economias que enfrentassem maiores escassez de recursos exterior (assim, ofertando aplicações com taxas de retorno maiores). Para tanto, os países periféricos deveriam apenas se adequarem às “novas exigências” dos mercados financeiros globalizados que diziam respeito à realização de reformas institucionais para liberalizar os controles financeiros e desregulamentar os mercados domésticos para a criação de um ambiente com alta mobilidade de capitais e sem instrumentos regulatórios para estes capitais.

No entanto, a globalização financeira e avanço das finanças desreguladas não se transformaram em motores do desenvolvimento econômico e independência dos países periféricos, mas acabaram conduzindo um processo de ampliação da distância entre os países centrais na medida em que a hierarquia monetária e as diferenças de estrutura econômica dos países tornava-se evidente no decorrer das décadas de 1980 e 1990. Além do mais, diferente do que o defendido pelo movimento da globalização financeira, a dinâmica dos fluxos de capitais transfronteiriços, ao não considerar as características específicas de cada país e sua relação dentro da hierarquia monetária internacional, não se comportou de acordo apenas com as diferenças de rentabilidade ofertadas pelas taxas de juros domésticas ou pelos fundamentos macroeconômicos dos países. De forma que estes capitais mantiveram seu comportamento de buscar por rentabilidade em praças de valorização em diferentes países na medida em que a liquidez internacional se apresentava como indicador para os movimentos de “apetite pela liquidez” ou “aversão ao risco” por parte dos investidores institucionais. Podemos observar que as economias periféricas ao se integrarem de maneira subordinada ao sistema monetário internacional, e aos movimentos abruptos de entrada e saída dos capitais transfronteiriços, se tornaram inherentemente instáveis quanto à volatilidade dos mercados financeiros e aos movimentos da liquidez mundial.

Assim sendo, o escopo de nossa dissertação envolve então a compreensão desse duplo e conjunto movimento: o do avanço da financeirização e o da existência da hierarquia das moedas. No caso do primeiro conceito, gira em torno de conceitos que estávamos desenvolvendo acima, se refere ao processo de financeirização como o conjunto de transformações estruturais do sistema capitalista que deram origem à um padrão sistêmico de riqueza como expressão da dominância financeira

(COUTINHO & BELLUZZO, 1998; BRAGA, 2000) e que avançou sobremaneira após os anos 1990 graças ao novo perfil da dinâmica de capitais. Já o segundo diz respeito à dimensão estrutural entre as assimetrias monetárias, sobretudo, entre as moedas consideradas “fortes” e as “fracas”, ou seja, as moedas conversíveis emitidas pelos países centrais e as não-conversíveis emitidas pelos países periféricos (CARNEIRO, 1999; PRATES, 2002; DE CONTI ET AL., 2014).

Desta forma, este trabalho se baseia na hipótese levantada por Corrêa (2006) de que a Conta Financeira do Balanço de Pagamentos e, sobretudo, seu perfil, devem ser o objeto de estudo para se analisar o movimento dos fluxos de capitais relevantes para a volatilidade e, consequentemente, a vulnerabilidade financeira que os países periféricos têm enfrentado desde que puseram em prática seus processos de abertura e liberalização dos mercados financeiros domésticos. De tal forma que, quanto maior for o peso e o volume dos capitais com viés de curto prazo, maior será a sensibilidade das economias em questão às flutuações da liquidez internacional e alterações nas condições dos mercados internacionais, exacerbando a vulnerabilidade.

Assim, o trabalho está organizado a partir de quatro capítulos para além desta introdução e das considerações finais. No primeiro capítulo, iremos dissertar sobre as transformações do sistema monetário internacional e a subordinação das economias periféricas aos movimentos da liquidez internacional durante o período pós-1990. Aqui consideramos que há dois focos principais para o entendimento das transformações financeiras que ocorreram concomitantemente com a ascensão do neoliberalismo. Em primeiro lugar, estão as mudanças nos mercados financeiros que começaram durante a década de 1960 e culminaram no desenvolvimento da globalização financeira e no fenômeno da financeirização da riqueza, tanto nos países centrais como periféricos. Em segundo lugar, levamos a questão do caráter hierárquico do sistema monetário internacional que estabelece uma diferença estrutura entre os países a partir de suas moedas, diferenças que são expressas através dos diferentes graus de liquidez a qual estes ativos monetários podem desempenhar em nível internacional como indexadora de contratos e, também, enquanto reservas de valor.

No segundo capítulo, iremos apresentar os princípios metodológicos que irão guiar nossa análise da Conta Financeira dos países periféricos selecionados e os estudos sobre a volatilidade e variância da mesma, além de também apresentar um

detalhamento sobre a periodicidade dos fluxos de liquidez internacional que iremos utilizar como instrumento de análise durante o período selecionado. Começamos com uma apresentação sobre os sistemas de classificação dos países utilizado pelo Fundo Monetário Internacional para distinguir os países desenvolvidos dos emergentes e em desenvolvimento e as considerações sobre a condição periférica dos mesmos países, apresentamos estas duas visões pois os dados usados como referência são extraídos pelo FMI enquanto a conceituação teórica utilizada no trabalho diz respeitos à estes países a partir de considerações sobre as relações de centro e periferia. Em seguida, será feita uma apresentação sobre a metodologia e os sinais do manual do BPM6 do FMI, que é o instrumento de leitura contábil usado para os dados do Balanço de Pagamentos dos países, além de apresentar as explicações sobre os estudos sobre a variância e a volatilidade financeira dos países selecionados. Por fim, iremos mostrar a análise da periodicidade da liquidez internacional durante o período 2003-2019 e o perfil dos fluxos de capitais estrangeiros dirigidos aos países periféricos.

No terceiro capítulo, iremos apresentar uma breve retomada histórica para os processos de abertura, liberalização e desregulamentação financeira para os países periféricos selecionados para o trabalho, neste capítulo o estudo será realizado com base nas experiências de Brasil e Turquia. A perspectiva deste levantamento geral é o de observar o aprofundamento crescente da abertura financeira destes países para que possamos analisar a especificidade dos fluxos financeiros, a partir das mudanças na conjuntura externa e movimentos da liquidez internacional. Em seguida, o foco será a análise da dinâmica das grandes contas componentes da Conta Financeira, com a ênfase em relação ao detalhamento entre os fluxos de ativos (residentes) e passivos (estrangeiros). Por fim, na última parte do estudo será feita uma análise da dinâmica da volatilidade dos fluxos componentes da Conta Financeira dos países em todos os seus níveis de abertura, com o intuito de observar quais foram os fluxos que mais influenciaram na volatilidade da Conta Financeira.

Já o quarto capítulo seguirá o mesmo trajeto do capítulo anterior, com a breve retomada histórica dos processos de abertura, liberalização e desregulamentação financeira, seguidos das análises da dinâmica dos fluxos de recursos da Conta Financeira e o estudo da volatilidade, porém com o enfoque para a Rússia e Coréia do Sul como os países periféricos selecionados. Por último, iremos apresentar alguns breves comentários no que diz respeito às considerações finais do trabalho.

CAPÍTULO 1: AS TRANSFORMAÇÕES NA DINÂMICA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E A SUBORDINAÇÃO DAS ECONOMIAS PERIFÉRICAS À LIQUIDEZ INTERNACIONAL APÓS 1990

Desde a constituição do modo de produção capitalista como o modelo para os sistemas econômicos integrados mundialmente o sistema monetário internacional se mostrou uma estrutura importante para a compreensão dos fenômenos monetários e financeiros, além da dinâmica de crescimento econômico e a inserção externa dos países ao redor do mundo. Sendo assim, podemos observar que as transformações do sistema monetário internacional acompanharam as tendências das mudanças de dinâmica do próprio sistema de produção capitalista, fazendo que com isso os países inseridos neste sistema econômico também fossem afetados tanto pelas mudanças conjunturais como estruturais. Com o avanço das transformações na conjuntura dos sistemas financeiros nos Estados Unidos e na Europa a partir da década de 1960 e a emergência do pensamento neoliberal, o sistema monetário internacional passou por um processo de desregulamentação, liberalização e abertura financeira dos mercados que foram responsáveis pelo aumento do grau de integração das economias em nível das finanças internacional, além de promover o crescimento dos fluxos interpaíses.

Se tratou de um movimento de transformações que inicialmente se restringiram aos países centrais do sistema capitalista, contudo, a partir das décadas de 1980 e 1990 estas transformações alcançaram os países periféricos, fazendo com que estes promovessem um conjunto de reformas estruturais e conjunturais em suas economias para se integrarem, de maneira subordinada, aos mercados financeiros internacionais. A integração das economias periféricas à nova configuração do sistema monetário fez com que estes países apresentassem novas formas de vulnerabilidades financeiras e restrições externa. Portanto, ao contrário do que os discursos neoliberais pregavam, a integração subordinada dos países periféricos funcionou de maneira a acentuar as diferenças e assimetrias estruturais entre os dois polos do sistema econômico.

As transformações as quais o sistema monetário internacional estava exposto eram o resultado de dois fenômenos que se reforçavam mutualmente e ampliavam as assimetrias monetárias entre os países de centro e periferia, a “financeirização da riqueza” e a “hierarquia das moedas”. A fenômeno da “financeirização” se trata de um processo em que há não somente um predomínio da lógica financeira sobre as demais esferas da economia como, também, o desenvolvimento de um novo padrão sistêmico

de riqueza na qual há a dominância da dimensão das finanças. Já a “hierarquia das moedas” se refere à compreensão de que há uma diferença estrutural entre moedas de diferentes economias no sistema monetário internacional, essas diferenças estão expressas através da liquidez exercidas por estes diversos ativos monetários, dizendo respeito ao fato que as moedas dos países periféricos não são aceitas como dinheiro em nível internacional enquanto moedas de países centrais são consideradas como reserva de valor internacional, expressas como moedas “fortes”.

O escopo de nossa dissertação envolve então a compreensão desse duplo e conjunto movimento: o do avanço da financeirização e o da existência da hierarquia das moedas. No caso do primeiro conceito, gira em torno de conceitos que estávamos desenvolvendo acima, se refere ao processo de financeirização como o conjunto de transformações estruturais do sistema capitalista que deram origem à um padrão sistêmico de riqueza como expressão da dominância financeira (COUTINHO & BELLUZZO, 1998; BRAGA, 2000) e que avançou sobremaneira após os anos 1990 graças ao novo perfil da dinâmica de capitais. Já o segundo diz respeito à dimensão estrutural entre as assimetrias monetárias, sobretudo, entre as moedas consideradas “fortes” e as “fracas”, ou seja, as moedas conversíveis emitidas pelos países centrais e as não-conversíveis emitidas pelos países periféricos (CARNEIRO, 1999; PRATES, 2002; DE CONTI ET AL., 2014).

Assim sendo, o trabalho desenvolvido neste capítulo procura fundamentar as bases da análise em torno do fenômeno da instabilidade inerente ao fluxo de capitais financeiros dirigidos aos países periféricos, promovendo o crescimento da volatilidade destes movimentos financeiros, e em qual medida este processo está relacionado com a natureza subordinada da inserção externa destes países, a partir do avanço dos processos da globalização financeira, “financeirização da riqueza” e a “hierarquia das moedas” ao longo das décadas de 1990 e 2000.

1.1 Inovações financeiras no contexto pós-1960 e o avanço da internacionalização e desregulamentação financeira

Com o aprofundamento dos processos de desregulamentação e abertura financeira, as economias periféricas passaram a conviver com problemas recorrentes envolvendo questões da vulnerabilidade financeira e as restrições externas. De tal

forma que as políticas monetária e cambial destes países passaram a apresentar uma forte exposição às mudanças repentinhas na direção dos fluxos de recurso externos e dos movimentos da liquidez internacional. Assim sendo, as condições estruturais de exposição das economias periféricas à volatilidade financeira tornaram os processos econômicos domésticos e as relações nos mercados internacionais mais complexas no tocante ao aumento da incerteza e as dificuldades de articulação de modelos de crescimento sustentável sem incorrer em problemas de balanço de pagamentos.

Segundo a linha de pensamento de autores ortodoxos, sobretudo, a partir dos modelos *Novo Clássicos* e *Novo Keyesianos*, a vulnerabilidade a fragilidade financeira associada à condição periférica das economias capitalistas são o resultado tanto da má condução dos fundamentos macroeconômicos por parte das autoridades do país como de instituições domésticas fracas, que levam ao crescimento das assimetrias de informações e ricos moral exacerbado (MCKINNON & PILL, 1998). Outra abordagem comum ao pensamento ortodoxo é a consideração de que a vulnerabilidade ligada aos países periféricos é decorrente de seu “pecado original” (*original sin*), que enfatiza a incompletude dos mercados financeiros domésticos, ou seja, a impossibilidade da moeda nacional ser usada para a realização de empréstimos no exterior, como a raiz da vulnerabilidade financeira (EICHENGREEN & HAUSSMAN, 1999).

Contrariamente, a perspectiva teórica que seguimos levanta a questão de que é necessário considerar que a tendência das economias periféricas à vulnerabilidade externa pode estar associada à uma instabilidade sistêmica do padrão de acumulação capitalista, como também, no caráter subordinado em que os países periféricos estão inseridos ao sistema monetário internacional que é fortemente hierarquizado (BRAGA, 2000; PRATES, 2002; DE CONTI ET AL., 2014). Segundo Kaltenbrunner e Painceira (2018), as transformações nos mercados financeiros das economias capitalistas periféricas têm uma forte ligação e condicionam a integração financeira subordinada pela qual tais países periféricos se inseriram no decorrer da década de 1990¹.

As décadas de 1990 e 2000 se caracterizaram como um período de profundas transformações estruturais e institucionais nos mercados financeiros do mundo. No contexto do processo de abertura financeira que se engendra a partir daí, associada

¹ O Brasil está hoje inserido de forma subordinada no novo quadro financeiro mundial uma vez que, no começo da década de noventa, iniciou um processo de liberalização financeira e comercial e de desregulamentação cambial com o objetivo de atrair recursos externos a qualquer custo (TAVARES, 2002).

aos processos de securitização e de avanços nos mercados de derivativos, observou-se o crescimento vertiginoso dos fluxos financeiros interpaíses, o que aumentou o grau de intermediação das economias e tornou as economias periféricas que abriram seus mercados monetário e de capitais, mais frágeis e constantemente impactadas por mudanças conjunturais, especialmente das políticas econômicas dos países centrais. Esse processo de avanço da integração financeira mundial, dominada por capitais em busca de valorização pelo mundo e com baixa regulação desses fluxos ficou conhecido como “globalização financeira” (BIANCARELLI, 2008; CARNEIRO, 1999; PRATES, 2005; TAVARES, 2002), no contexto da financeirização da riqueza (BRAGA, 2000; CHESNAIS, 1999, LAPAVITSAS, 2013).

Chesnais (1996), por exemplo, cunhou o conceito de “mundialização financeira” e, posteriormente, evoluiu para o conceito de “regime de acumulação com dominância financeira” (1997, 1998, 2002). De outra parte, também é importante mencionar a discussão apresentada pelos chamados autores da “teoria da regulação”, que também destacam o avanço da internacionalização financeira como um marco fundamental da dinâmica capitalista da atualidade (AGLIETA, 1979; BOYER, 1986). Paralelamente, destacamos os autores pós-keynesianos que enfatizam o avanço das finanças via uma institucionalidade cada vez menos regulada na qual os bancos têm grande poder de criação de moeda introduzindo novas modalidades financeiras e em que os Bancos Centrais têm cada vez menos poder de controlar esse movimento, cabendo-lhes essencialmente o papel de serem emprestadores de última instância (MINSKY, 2010; CHICK, 1994; DAVIDSON, 1999).

O fenômeno da “globalização financeira” se refere ao movimento de acelerada expansão dos fluxos de recursos financeiros impulsionados pela adoção de políticas de desregulamentação e liberalização tanto cambial como financeira característicos do fim do padrão monetário internacional baseado nos acordos firmados em Bretton Woods. A emergência da globalização financeira é, então, resultante da interação de dois movimentos essenciais, a progressiva liberalização financeira no plano doméstico e pela crescente mobilidade dos capitais no plano internacional. Esses movimentos no plano doméstico e internacional das economias mundiais representaram as duras imposições do receituário neoliberal como instrumentos para o desenvolvimento dos países de acordo com as tendências predominantes da nova fase a qual a economia

mundial havia entrado, dominada pela preponderância da lógica financeira global e por movimentos em busca de ganhos especulativos de curto prazo.

Conforme o processo de globalização financeira avançava e se aprofundava nos mercados financeiros ao redor do mundo, também se desenvolvia um outro tipo de dominância nestes mercados, sobretudo, a partir do predomínio de uma lógica de valorização financeira. Prates (2005) argumenta que os investimentos, em mercados financeiros organizados com ampla disposição de liquidez, não são mais realizados de acordo com sua capacidade de produzir um fluxo de rendimentos que, capitalizado à taxa de juros corrente, supere o valor inicial desembolsado, mas em função dos ganhos de capital que podem gerar, a partir da variação do valor de mercado do ativo no curto prazo. A autora considera que a decisão de alocação da riqueza dos agentes passa a ser guiada por esta lógica especulativa que tende a se movimentar de acordo com as expectativas dos mercados frente a variação dos preços dos ativos.

Esta dominância da lógica financeira sobre as esferas produtivas nos mercados financeiros está ligada ao fenômeno que autores como Chesnais (1999), Braga (2000) e Lapavitsas (2013) denominaram de “financeirização da riqueza”, esse fenômeno se caracteriza como um padrão sistêmico de riqueza que se expressa através da lógica de dominância financeira sobre as demais esferas de atividades econômicas. Se trata de um processo em que há uma crescente e recorrente defasagem entre os valores dos ativos financeiros, representativos da riqueza, e os valores dos bens, serviços e bases técnico-produtivas em que se fundam a reprodução da vida e dos fundamentos econômicos (BRAGA, 2000). Observa-se uma mudança no padrão de comportamento dos agentes, tanto atores em mercados financeiros quanto em setores que não são ligados diretamente ao mundo das finanças, em direção à esta dominância financeira.

Para Lapavitsas (2013), para o contexto das economias centrais, o processo de financeirização da riqueza resultou na mudança dos padrões de comportamento tanto de instituições financeiras, como também de instituições não-financeiras e para o consumo das famílias. Em primeiro lugar, as empresas não-financeiras passaram a se envolver consistentemente com operações financeiras de alavancagem e captação de recursos através de novos instrumentos gerados através de inovações financeiras, que, em última instância, iriam influenciar mudanças tanto para a tomada de decisões empresariais como das estratégias de expansão. Em segundo lugar, a estratégia das instituições bancárias para alavancagem de recursos deixou de ser, exclusivamente,

seus depósitos bancários, de modo que essas passaram a se envolver cada vez mais em operações nos mercados financeiros para alavancagem de recursos através da flexibilização dos instrumentos de passivo. Além disso, indivíduos e famílias passaram a financiar seu consumo, sobretudo, em relação à serviços como habitação, saúde, educação e transporte, através da obtenção de recursos nos mercados financeiros. Para o caso das economias periféricas, o fenômeno da financeirização da riqueza se expressa, ainda, de outras formas, apesar de seguir a mesma tendência. Estes países passaram a enfrentar o crescimento de suas vulnerabilidades financeiras estruturais, como resultado do aumento na volatilidade dos mercados financeiros internacionais e seu caráter predominantemente marcado pela dominância financeira.

A subida da relação dos valores entre ativos financeiros reais, o crescimento das operações cambiais totais sobre aquelas relativas ao comércio internacional, a superioridade das taxas de crescimento da riqueza financeira em comparação com o crescimento do produto e do estoque de capital, a incorporação de títulos financeiros nas transações e operações transnacionais como percentual do PIB e o crescimento da participação dos lucros financeiros no lucro total de corporações industriais são exemplos de indicadores que expõe essa nova dinâmica financeira (BRAGA, 2000).

Ainda assim importante destacar que apesar dos fenômenos da globalização financeira e da financeirização da riqueza tornarem-se evidente no interior dos países centrais a partir da década de 1980, já haviam indícios de tendências anteriores a isto, sendo o próprio avanço da internacionalização financeira via empréstimos bancários ocorrida entre as décadas de 1960 e 1980 fazem parte desse movimento, ainda sob a égide de Bretton Woods, firmado ao final da Segunda Guerra Mundial. Segundo Corrêa (1995), o movimento das inovações financeiras ao longo da década de 1960 já evidenciava uma mudança de comportamento, tanto dos bancos como também das instituições não-financeiras. Destacando-se, contudo, que o centro destas inovações foram as instituições bancárias, que passaram a modificar sua forma de operação (MINSKY, 1984), o que pode inclusive ser caracterizada como uma nova fase de avanço do Sistema Bancário (CHICK, 1994).

Essas inovações financeiras surgem com o intuito de flexibilizar a geração de liquidez bancária, processo esse que passará a incorporar operações do lado passivo dos bancos. Isso se deu, sobretudo, pelo avanço do interbancário, inicialmente via negociações de Fundos de Reserva Federal nos Estados Unidos, pela instituição dos

acordos de recompra – através dos quais se fazem operações de compra e venda de títulos com prazo para revenda ou recompra – que facilitaram as negociações de curtíssimo prazo, pela criação dos Certificados de Depósitos, que representaram uma nova forma de captação através do lançamento desses títulos de curtíssimo prazo (MINSKY, 1986). Esse processo de “flexibilização dos passivos” ampliava as novas e mais rápidas formas de captação de recursos por parte do sistema bancário, tendo sido criados num período de expansão mundial durante o imediato pós-guerra.

A maior facilidade de promoção de liquidez amplia as condições para a oferta de empréstimos, realizados através da criação de moeda, o que se soma também ao fato de que essas novas formas de captação de recursos são menos sensíveis aos controles das autoridades monetárias. Nesses termos, o Sistema Bancário passa a ter uma atuação mais agressiva na captação de recursos, não de forma passiva, como anteriormente quando sua maior fonte de captação de recursos eram os depósitos à vista, passando a estar relativamente menos controlado pelo Banco Central. De fato, o que se observa é que a própria forma de atuação dos Bancos Centrais vai mudando. Se antes a política monetária era exercida contanto fortemente com o instrumento dos compulsórios, o que se observa a partir daí são estes instrumentos se tornaram menos eficazes e a atuação dos Bancos Centrais vai se centrar na política de *open-market*.

Outro fator central nesta nova dinâmica é o de que ela se internacionaliza. As inovações haviam ocorrido, inicialmente, no mercado financeiro norte-americano, mas com o avanço do Euromercado e a internacionalização dos bancos americanos, que passam a operar nesse mercado, os novos instrumentos financeiros incorporam essas inovações e promovem a expansão de empréstimos para a escala mundial. Os bancos que aí atuam flexibilizaram seus passivos, captando fortemente recursos em dólar do mundo todo e também operando intensamente com interbancário e com esquemas de “acordos de recompra”. Paralelamente, expandem fortemente seus empréstimos em escala mundial, criando moeda em dólar (CORRÊA, 2010; SERRANO, 2002; CARNEIRO, 2008), aumentando os fluxos de saída de dólares para “fora dos Estados Unidos”, o que se somava ao aumento de importações dos Estados Unidos com relação ao resto do mundo, sobretudo a Europa.

A nova configuração das finanças internacionais, pelo avanço do Euromercado e da internacionalização de grandes montantes de empréstimos bancários em dólar já demonstrava ser um indício desta dinâmica econômica internacionalizada e global,

caracterizada por baixos mecanismos regulatórios desses empréstimos, à luz da busca de grande valorização do capital dos bancos pela via da expansão destes.

A expansão destes tipos de empréstimos para o mundo todo se generaliza, incorporando os países periféricos que passam a ser grandes captadores de recursos externos na forma de empréstimos em moeda internacional. Além disso, uma parte importante dos mesmos passa a conter uma inovação à época, que eram os contratos de empréstimos com juros flutuantes (*eurocredit*), de modo que se atribuía ao devedor a possibilidade de variação dos juros. Por um lado, essa nova dinâmica expande os “dólares fora dos Estados Unidos”, explicitando uma fase de “abundância de dólares”, o que pressionava o “valor” da própria moeda em relação ao ouro². Ficava claro que o movimento dos fluxos de recursos dos balanços de pagamento estava fortemente centrado na Conta Financeira e altamente ligados a fatores de poder dos bancos e à especulação. De outro lado, essa nova dinâmica amplia a vulnerabilidade a qual os países periféricos estavam sujeitos, na medida em que se observa fortes expansões da dívida externa privada com condições contratuais altamente instáveis, sobretudo, os contratos firmados com cláusulas de juros flutuantes e a condição de moeda forte.

O estabelecimento do fim da paridade do padrão dólar-ouro, unilateralmente pelos Estados Unidos, e a desvalorização do dólar evidenciaram o caráter de poder e financeiro da própria dinâmica do câmbio em nível mundial. Fica clara a possibilidade de variações abruptas e inesperadas no câmbio de modo a afetar os contratos de dívida, especialmente, para os países periféricos. Isso, seguido pela posterior adoção de uma política monetária restritiva por parte dos Estados Unidos, pela via do grande aumento de sua taxa básica de juros em 1979, realizada pelo então presidente do *Federal Reserve* Paul Volker, explicitam também o caráter instável das taxas de juros do sistema monetário internacional, afetando os contratos com juros pós-fixados.

Dessa maneira, podemos compreender a derrocada do padrão monetário firmado em Bretton Woods como o resultado das pressões exercidas pelos capitais financeiros internacionalizados juntamente ao conjunto de políticas deliberadas dos Estados Unidos, até então o fiador da estabilidade do sistema monetário, com o intuito de retomar sua hegemonia monetária e financeira, ao mesmo tempo em que se livrara

² O período que se estendeu do pós-Segunda Guerra Mundial até meados de 1971 ficou conhecido como a fase do padrão dólar-ouro, na qual a moeda norte-americana mantinha uma paridade fixa em relação ao ouro como uma âncora para garantir a estabilidade do sistema monetário internacional (SERRANO, 2002).

das restrições ao seu balanço de pagamentos, dando início à uma fase do padrão dólar-flexível (TAVARES, 1985; SERRANO, 2002).

O novo padrão monetário internacional veio acompanhado de uma elevação do patamar de juros internacionais com variações nas taxas de câmbio, de modo a expor a vulnerabilidade das economias periféricas a essas flutuações. A subida do patamar das taxas de juros para os contratos de empréstimos atingiu diretamente os países da periferia, fato somado ao não avanço da captação de dólares na mesma proporção. Ou seja, as necessidades de dólares para pagar os empréstimos e os juros também aumentaram, mas não ocorria uma expansão dessa captação, gerando forte pressão para a desvalorização cambial nesses países, além do aumento da dificuldade para o pagamento da dívida externa dos mesmos. Observa-se a forte crise da dívida externa dos países periféricos ao final dos anos 1980 e até meados de 1990, sendo que o FMI é acionado para o direcionamento de dólares via empréstimos aos Governos, contudo, exigindo uma política de ajustamento estrutural aos moldes dos modelos *mainstream*, exigindo a contração de gastos públicos e promoção de reformas liberalizantes. Tais medidas induziam a adoção de políticas deflacionistas e inibidoras do crescimento (TAVARES, 2002), sendo que as dificuldades impostas promoveram sucessivos pedidos de moratória da dívida externa, essencialmente vinculada aos bancos.

As próprias dificuldades enfrentadas pelos bancos credores e pelos devedores acabam engendrando uma série de inovações financeiras e institucionais, que dariam os contornos da nova fase que se abria aos mercados financeiros ao final da década de 1980. Dentre as características do período estavam: (i) a renegociação das dívidas externas a partir de sistemas de securitização de dívidas e do avanço das operações de endividamento via títulos, (ii) o aparecimento de grande número de novos perfis de títulos e engenharias financeiras que articulam os mercados de créditos e capitais; (iii) a redução das limitações entre agentes bancários e não-bancários, envolvendo os movimentos de desregulamentação financeira; (iv) o aprofundamento dos mercados de derivativos (mercados de futuros, swaps e ações), permitindo sistemas de *hedge* contra variações de juros e de câmbio, mas também promovendo a criação de novos canais e sistemas para a especulação (BIANCARELLI, 2008).

Este novo padrão monetário estabelecido a partir do dólar-flexível é constituído pelo avanço da securitização, dominado pelo endividamento via títulos e engenharias financeiras que recolocam a própria forma de operação do sistema bancário, como o

sistema de “securização de recebíveis” em que os bancos passam a “passar adiante” as operações de crédito, como que “vendendo-as” a outros agentes, retirando essas operações de seus balanços (CHICK, 1993; CORRÊA, 2010; FARHI & CINTRA, 2009; FARHI & PRATES, 2013). Para tal, utilizam-se da modalidade de alienação fiduciária. Ademais, são inclusive contratados outros agentes que irão efetuar as cobranças desses créditos e repassá-los aos novos detentores. De tal modo, as “operações de crédito” empacotadas saem do balanço dos bancos (saindo também o risco de crédito) e passam a constar no Ativo do Balanço da instituição que a comprou – geralmente uma “Empresa de Propósito Específico” (*Special Purpose Company – SPE*). Assim, paralelamente, essa mesma empresa lança títulos de dívida (operações de passivo), dando como garantia o “pacote de créditos” que comprou e que está em seu balanço. Sendo que os mesmos passam a lançar novos títulos lastreados nestes créditos, de tal modo a gerar outras operações originadas na mesma operação inicial.

Estes títulos de dívida, por sua vez, podem ser “segurados” por seguradoras, que passam a compor esse processo. Tem-se a impressão de que os riscos estão cobertos, uma vez que os últimos lançamentos de títulos têm operações de garantia (as operações de crédito originárias) e além do mais, estão segurados. Isso propicia novas operações, sendo que os donos dos últimos títulos lançados passam a emitir, por própria conduta, títulos em mercado para a captação de recursos, apresentando como garantia os papéis comprados da Empresa de Propósito Específico. O processo pode se repetir várias vezes, sendo que a nova rodada de devedores mais arriscados passa a lançar títulos em mercado para captar recursos, sob o pressuposto de que os ativos que detém funcionam como garantia.

A prática da securização das dívidas faz parte do processo de diversificação dos mecanismos de captação financeira que permitiram bancos e demais instituições financeiras expandir o ritmo de crescimento de seus ativos para em seguida compor sua estrutura de passivos (CAGNIN, 2009). Neste processo, as dívidas de empresas e demais instituições são transformadas em títulos para então serem negociados com outros investidores que, por sua vez, assumem a dívida e os riscos mediante taxas de juros rentáveis frente outras aplicações. As inovações financeiras promovem melhores condições de concorrência e competitividade para as instituições financeiras ao passo que propicia a flexibilização para a captação de recursos das empresas, garantindo a obtenção de lucros extraordinários em períodos de forte expansão de liquidez e baixa

instabilidade econômica. Assim, podemos observar que estas inovações financeiras atenuam o aumento pró-cíclico das taxas de juros, possibilitando a ampliação contínua do endividamento dos atores econômicos, além de sua fragilidade patrimonial, até os momentos nos quais os fluxos de renda esperadas mostram-se insuficientes para que possam saldar os compromissos assumidos anteriormente (CAGNIN, 2009).

Paralelamente ao desenvolvimento do processo de securitização das dívidas e na esteira das inovações financeiras, os derivativos surgiram como outro instrumento para melhorar a captação de recursos nos mercados de capitais. Se tratam de papéis cujo valor advém de outros ativos, o que possibilita a decomposição e negociação em separado dos riscos que cercam uma dada transação financeira. De acordo com Reis (2007), a colocação destes títulos, sobretudo, os de dívida, por empresas e governos beneficiou-se da possibilidade de decompor seus riscos e formar os preços de forma mais precisas, assim atingindo um público específico, uma vez que a possibilidade de realizar operações cobertas contra certos riscos envolvidos na colocação de papéis nos mercados garantia a ampliação das fontes de captação de recursos.

Desta forma, o processo de securitização envolve um duplo movimento: avanço das operações de mercados de títulos (*securities*) e a adoção de novas engenharias financeiras que permitem a “transformação de um ativo em um título”, tal como foi o exemplo das “operações de crédito”, que são vendidas e servem para lastrear novos lançamentos de ativos financeiros.

A emergência desta nova fase também compreende o avanço do papel dos compradores de títulos que buscam a máxima desregulamentação dos mercados para a promoção de maior flexibilidade, ou seja, se movimentarem de acordo com seus critérios de avaliar as rentabilidades dos ativos financeiros em cada praça diferente. Envolve o avanço da operação dos Investidores Institucionais e das grandes corporações, além da volta da dominância das ideias liberalizantes como pilares ao pensamento econômico³.

³ Segundo o FMI (1995), os Investidores Institucionais são aqueles atores que fazem o gerenciamento profissional das pequenas poupanças individuais através de um número restrito de instituições que tornaram a buscar novas aplicações para diversificar seus portfólios nos mercados internacionais, dentre estes investidores encontram-se Fundos de Pensão, Companhias de Seguro, Fundos Mútuos e administradores de riqueza em geral. De acordo com Carneiro (1999), a centralização de poupanças individuais permitiu concentrar as decisões, criando novas possibilidades de conclusão e uma maior volatilidade nos mercados tanto maior quanto menores estes.

O Consenso de Washington segue essa perspectiva, pregando o necessário pagamento das dívidas externas dos países periféricos e indicando a necessidade da liberalização comercial e financeira, além da redução da participação do Estado da esfera de decisões econômicas. A dominância destes modelos *Novo Clássico* e *Novo Keynesiano*, que consubstancia o chamado “novo consenso macroeconômico”, por sua vez, confere a base teórica que se tornaria o *mainstream* em economia e passa a dominar os discursos dos organismos multilaterais e grandes investidores. Assim, indo ao encontro dos interesses destes grandes investidores, na medida em que defendiam a livre movimentação de mercadorias e do capital.

Domina a ideia de que a abertura econômica e a não-intervenção do Estado geram a melhor alocação dos recursos, sendo assim, a adoção desta abordagem de estado mínimo permite que não haja interferências nos mecanismos de alocação via mercado. A abertura financeira, por sua vez, permite a confluência das taxas de juros, sendo que o câmbio refletiria, essencialmente, diferenças de estruturas produtivas, expressas como o “lado real” do balanço de pagamentos.

De forma discrepante a essa perspectiva teórica, o que a realidade demonstra é que os balanços de pagamentos passaram a enfrentar uma influência crescente da dinâmica da Conta Financeira, sobretudo, por capitais que foram concedidos grande poder de mobilidade, uma vez que a maioria dos países passou a desregulamentar sua legislação referente ao controle de capitais ao longo dos anos 1990, permitindo o movimento de compra e venda de títulos nos mercados financeiros (títulos de renda fixa e ações) e mesmo o movimento de movimento de moedas em Conta Corrente, como o caso da conta de Moedas e Depósitos.

De acordo com Braga (2000), as transformações monetário-financeiras relacionadas à natureza do dinheiro, do crédito e da gestão dos patrimônios deram início ao processo conhecido como a **financeirização** como um **padrão sistêmico** de riqueza como expressão da dominância financeira. O autor considera se tratar de um padrão sistêmico pois os componentes fundamentais da organização capitalista foram condicionados por uma nova dinâmica estrutural, estabelecida segundo os princípios da lógica de valorização financeira. Coutinho e Belluzzo (1998) argumentam que a taxa de juros (o critério geral de avaliação da riqueza), na medida em que exprimia as expectativas de variação dos preços e liquidez dos diversos ativos financeiros, passou a exercer um papel relevante na decisão de bancos e empresas. Ou seja, este

movimento de consolidação de uma dinâmica de acumulação pautada nos ditames das finanças não se refere apenas à alguns segmentos associados ao rentismo, mas da alteração das estratégias de todos agentes privados. Ao alterar-se esse padrão de comportamento, em última instância, as operações financeiras e os dispêndios públicos passaram a estar condicionados à nova lógica, transformando a própria dinâmica macroeconômica (BRAGA, 2000).

Braga (2000) considera que, para além da mudança no padrão de comportamento dos principais agentes econômicos, o padrão de riqueza dominado pelas finanças trouxe também profundas alterações para a temporalidade da circulação das finanças e aumento da concorrência financeira. O surgimento de um processo de mudança da natureza do sistema monetário-financeira, sobretudo, com a substituição dos depósitos bancários pelos ativos geradores de juros, possibilitou o surgimento de uma série de inovações financeiras, dentre estas inovações, ganhou preeminência o processo de securitização das dívidas privadas, ao passo que permitiu a interconexão dos mercados creditícios e de capitais.

A possibilidade de se firmar contratos financeiros que não estejam atrelados à determinação quanto aos prazos de negociação ou em termos de taxas de juros, pela instituição das taxas flutuantes, propiciaram a transformação do manejo temporal dos ativos financeiros, assim, ampliando as operações nos mercados secundários, além de agilizar a negociabilidade dos papéis. De acordo com Braga (2000), os movimentos de flexibilização temporal das relações de débito e crédito, das posições ativas e passivas dos agentes financeiros e do tempo de valorização dos capitais, um ambiente de mobilidade entre diversas formas de riqueza, faz com que a concorrência financeira se torne tão acentuada quanto for o desenvolvimento da desregulação dos mercados referidos.

A partir da consolidação da financeirização como padrão sistêmico de riqueza, a volatilidade e **especulação** do preço dos ativos também se tornam sistêmicas. A riqueza financeira passa a sustentar patamares de valorização inusitados em relação à riqueza real, demonstrando a capacidade de revalorização, o que assistimos é o processo de institucionalização do rentismo (BRAGA, 2000). A tendência para a financeirização também vai exercer efeitos diversos quanto aos movimentos de valorização entre as economias capitalistas avançadas e periféricas, fazendo com que as assimetrias estruturais entre estas aumentem ainda mais.

Dentre as assimetrias podemos considerar as diferenças entre bases técnico-produtivas, a inserção comercial de suas corporações internacionalizadas, mas sobretudo, a capacidade de suas moedas serem consideradas como conversíveis nos mercados financeiros. O que nos leva à próxima esfera de análise em relação à hierarquia monetária internacional.

O que observamos na nova configuração do Sistema Monetário Internacional (SMI) são os fortes movimentos de entradas e saídas abruptas de fluxos financeiros, que geram impactos sobre as taxas de câmbio e juros. A partir de meados da década de 1990, observamos o crescimento das instabilidades referente a estes fluxos, tendo impacto sobre juros e câmbio, porém destacando-se que os impactos e movimentos especulativos ocorriam de forma assimétrica (PRATES, 2002).

Portanto, essa nova dinâmica econômica incorpora o avanço do fenômeno da financeirização, mas também destaca outra questão importante que é a da diferença essencial entre as economias centrais e periféricas, frente a este novo desenho das finanças internacionais. A dimensão hierárquica do sistema monetário internacional, se destaca, permitindo a existência de grande movimento de lucratividade para os capitais dirigidos aos países periféricos, que oferecem aplicações com diferenciais de juros maiores e negociação de ações altamente especulativas, que, por outro lado, tornam esses países altamente vulneráveis à reversão destes recursos.

De acordo com esta nova configuração do sistema monetário internacional, caracterizada pela hegemonia monetária dos Estados Unidos e mercados financeiros caracterizados pelo alto grau de negociabilidade de ativos, mobilidade de capitais e volatilidade das expectativas (COUTINHO & BELLUZZO, 1996), tornou o movimento da liquidez internacional subordinada à política monetária dos países centrais mas, especialmente, da norte-americana, além de ampliar a dimensão assimétrica entre as diferentes moedas das economias periféricas.

A volatilidade dos fluxos de capitais no período em questão, resultante da emergência do padrão monetário baseado no dólar flexível e a natureza especulativa da gestão da riqueza dominada pelo dinâmica das finanças, tornou-se uma característica estruturante da dinâmica financeira mundial (PRATES, 2002). De modo que o aprofundamento das assimetrias entre economias centrais e periféricas, no que se refere aos fluxos de recursos dirigidos aos mercados financeiros, limitou os

modelos de crescimento e estabilização dos países periféricos conforme ampliavam-se as vulnerabilidades externas (CORRÊA, 2006).

A liberalização financeira das economias capitalistas periféricas, a promover uma série de reformas institucionais em seus mercados – propondo uma reformulação tanto das estruturas e instrumentos de intervenção estatal com à institucionalidade de regulação dos mercados financeiros domésticos – permitiu a movimentação de fluxos de recursos de residentes e estrangeiros por meio de operações via mercados de capitais. A implementação destes programas de desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros juntamente ao projeto de austeridade econômica adotada pelos países, possibilitou um crescimento nos fluxos de capitais, que anteriormente estavam controlados: Os Investimentos em Carteira; os movimentos de Moedas e Depósitos; as compras de ações que passam a compor o novo conceito de Investimento Direto (compras de ações ordinárias acima de 10% do total).

Destaca-se, especialmente o ingresso de Investimentos em Carteira, que se refere ao das aplicações financeiras e negociações de compra e venda dos títulos em mercados de capitais e monetários em diferentes países (Títulos de Renda Fixa e Ações) e que congregam capitais que têm a capacidade de rápida reversão de decisão de aplicação por meio de compras e vendas de títulos em mercados secundários. Também parte dessa grande expansão dos fluxos foi decorrente dos Investimentos Diretos, na medida em que passam a compor essa categoria contábil as referidas compras de ações acima de 10% das ações ordinárias.

Uma questão importante é a de que nessa nova dinâmica dominada por fluxos de compras e vendas de títulos, um grande número de atores está envolvido, dentre eles destacando-se: (i) os investidores institucionais que, junto a grandes corporações, passam a ser os grandes compradores dos títulos de dívida pelo mundo, procurando por maior flexibilidade para suas aplicações; (ii) o crescimento do papel das grandes seguradoras, desenvolvendo sistemas de proteção sobre as aplicações, que criam a falsa impressão de cobertura dos riscos; (iii) as agências de *rating*, gerando avaliações sobre a “capacidade de pagamento” e do risco envolvido no grande número de títulos no mercado, dentre eles destacando-se os títulos soberanos, além de levantar dados quanto às exigências dos mercados sobre a rentabilidade exigida pelos mercados de acordo com a variação dos preços e dos juros embutidos nessa flutuação.

Os títulos soberanos (*global bonds*) são títulos da dívida externa emitidos por um país e negociados nos mercados financeiros internacionais sem a necessidade de conversão das divisas em moeda doméstica, com um duplo objetivo de arrecadação de recursos para os governos e criar uma curva de juros longa servindo de parâmetro para a emissão de títulos por entes privados (MEURER, 2014). A rentabilidade destes títulos é influenciada, dentre outros fatores de risco, pelo diferencial de juros oferecido por estes, o desempenho dos títulos no exterior e a taxa de câmbio entre as moedas domésticas e estrangeiras. Então, o momento em que estes títulos são lançados vai carregar as expectativas embutidas em relação ao comportamento econômico do país emissor, tais como as políticas monetária, cambial e o ritmo de crescimento.

Os títulos desta natureza, como é o caso dos títulos soberanos, estão expostos às variações das expectativas do mercado e dos fundamentos macroeconômicos que são praticados pelos países. De tal maneira, a emissão dos títulos denominados em moedas domésticas “fracas” deve levar em consideração as expectativas do mercado em relação à ocorrência de crises generalizadas ou problemas recorrentes de balanço de pagamentos de acordo com um horizonte, relativamente, de longo prazo. Portanto, os títulos soberanos representam o risco sistemático da economia, refletindo o estado das expectativas em sua dimensão macroeconômica (MEURER, 2014).

A rentabilidade dos títulos soberanos é calculada de acordo com o diferencial das taxas de juros domésticas em relação às internacionais e acrescido do risco-país embutido nos ativos emitidos pelos países periféricos. Este risco-país é um indicador calculado pelas agências de *rating* – tendo em vista que essas agências se referem a instituições privadas que foram encarregadas de apresentar uma análise sobre o valor das aplicações financeiras em diferentes mercados internacionais – para transmitir avaliações sobre as condições de rentabilidade e retorno das aplicações e títulos que são negociados nos principais mercados financeiros. Os indicadores de risco-país são influentes para os ativos denominados em moedas “fracas”, tendo em vista o modo como a avaliação é percebida pelos investidores nos mercados financeiros⁴.

Dentre outros indicadores utilizados pelas agências de *rating* para atribuir suas notas sobre os ativos financeiros e títulos soberanos estão alguns índices referentes

⁴ Dentre os principais indicadores de risco-país destaca-se o índice EMBI+ (*Emergent Markets Bonds Index Plus*), calculado pelo JP Morgan para avaliar o prêmio de risco de títulos de economias emergentes em relação aos títulos negociados pelo Tesouro norte-americano (MUNHOZ, 2013).

à capacidade de pagamentos de títulos soberanos estão a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP/PIB), que se refere às taxas de endividamento líquido dos governos em nível federal, estadual e municipal, junto ao sistema financeiro público, privado, privado não-financeiro e internacional, e a Dívida Bruta do Setor Público (SBSP/PIB), que se refere ao valor total dos débitos de responsabilidade do governo federal, estadual e municipal junto ao setor privado, ao público e ao resto do mundo. Além destes, também há os indicadores baseados nos Resultados Primários do Setor Público e o Resultado Nominal do Setor Público, sendo que estes indicadores partem de modelos *mainstream* que são formulados a partir de concepções de Estado Mínimo e sob fundamentos microeconômicos adotados pelo Equilíbrio Geral Walrasiano⁵.

Essa dinâmica envolve, como já citado, uma profunda mudança institucional nos países, na medida em que exigem o processo de abertura financeira, sob as justificativas das reformas estarem consubstanciadas no “*Novo Consenso Macroeconômico*” de que a liberalização dos mercados seria uma condição para a atração de capitais. A dinâmica também envolve a subordinação dos países e dos agentes devedores ao argumento, também vinculado às ideias do *Novo Consenso*, de que as boas práticas de política macroeconômica indicadas pelo modelo iriam promover credibilidade aos governos de modo a atrair capitais, tanto externos como domésticos, para a compras de títulos de dívida (títulos de renda fixa) e propriedades (ações). O próprio controle de capitais é visto como um elemento negativo e gerador de instabilidades, pois a existência de diferenciais de juros básicos entre os países é vista como sendo resultante de desequilíbrios e má gestões de política econômica. Assim, de acordo com os argumentos do *Novo Consenso*, a implementação de uma política monetária dedicada ao combate inflacionário, sobretudo, referente às pressões vindas da demanda, passou a ser vista como o instrumento mais adequado para a promoção da estabilidade macroeconômica nos países periféricos.

A existência dos diferenciais seria um indicador de risco, pela adoção dessas más práticas macroeconômicas e ao próprio controle de capitais. Portanto, a indicação é a de que o processo de abertura econômica, em conjunto com a adoção de uma política macroeconômica adequada seriam essenciais para gerar um movimento de convergência de juros internacionais. O conjunto de “boas práticas” macroeconômicas

⁵ Lembremo-nos que tais agências de *rating* se tratam de agentes privados, sendo que a sua avaliação afeta de maneira profunda a decisão geral de aplicação financeira dos agentes (CORRÊA, 2010; SERRANO &)

também pressupõe que haja a manutenção da liberalização financeira assim como a manutenção dos indicadores da capacidade de pagamento dos títulos soberanos.

Nestes termos, a movimentação do diferencial de juros entre diferentes títulos soberanos negociados nos mercados financeiros pelo mundo pode ter como a causa principal essa movimentação de recursos financeiros especulativos com viés de curto prazo. Ademais, tais diferenciais também indicam a existência de uma hierarquia dos países que compõe o sistema econômico mundial a partir das relações de centro e periferia, como vimos anteriormente, mas também pela existência de hierarquias entre as diferentes moedas em cada um desses países.

Ambos os fenômenos da financeirização da riqueza e a hierarquia das moedas são responsáveis por caracterizar a dinâmica financeira, especialmente, a partir das transformações estruturais e institucionais do sistema monetário internacional, por um padrão de comportamento altamente volátil que se expressa tanto na taxa de câmbio, juros, preço dos ativos e também nos fluxos de aplicação de recursos financeiros nos mercados internacionais. O padrão de funcionamento dos mercados financeiros nesta nova fase de dominância financeira nos mercados internacionais, além da natureza volátil em torno de seu comportamento, apresenta como características as flutuações abruptas nos fluxos de recursos dirigidos a determinados países como também um elevado grau de transmissão de choques e turbulências financeiras que se espalham pelos mercados financeiros internacionais (ANDRADE & PRATES, 2013).

Dessa forma, destoando da perspectiva liberalizante apontada no decorrer do texto, a análise que parte da diferença estrutural entre os países e do fato de que uma economia monetária é necessariamente instável e incerta, como é o caso de Keynes e dos pós-keynesianos, indicam uma visão profundamente distinta. Esta análise vai congregar autores que partem de Keynes, como os pós-keynesianos, destacando-se Davidson e Minsky, além de autores que parte de Marx, como Dummenil e Levy, e, por fim, autores que conformam a chamada Teoria da Regulação (BOYER & AGLIETTA), além de Chesnais e outros tantos.

1.2 Hierarquia das moedas, movimentos especulativos e subordinação financeira

Outro elemento importante a ser destacado refere-se aos movimentos de capitais estarem orientados a partir da busca pela valorização de suas aplicações, englobando o movimento especulativo que tanto aflige os fluxos dirigidos aos países periféricos. Os movimentos de arbitragem e os padrões de comportamento voltados à rentabilidade de curto prazo, tais como as negociações de “compras na baixa para vender na alta”, afetam profundamente as trajetórias destes fluxos de recursos que são fortemente influenciados pelas alterações conjunturais do cenário econômico, tanto maior for o nível de abertura financeira e quanto mais sofisticados forem os mercados financeiros dos países periféricos (CORRÊA, 2006).

Nestes termos, a movimentação do diferencial de juros entre diferentes títulos soberanos negociados nos mercados financeiros pelo mundo pode ter como causa os movimentos especulativos. Além do mais, esses diferenciais também estão indicando a existência de uma hierarquia entre os países, diferenciando-se os países centrais e periféricos, como também a existência de uma hierarquia constitutiva entre as várias moedas internacionais (DE CONTI ET AL., 2014).

Ao trabalharmos com a dimensão monetária das relações econômicas modernas é preciso ressaltar que estamos tratando de economias monetárias de produção, no sentido que, contrário ao pensamento ortodoxo, a moeda possui um conjunto de propriedades que a torna não-neutra no longo prazo. Em uma economia monetária, a moeda não é apenas um meio de circulação, mas também um ativo, um meio de se conservar riqueza, sendo seu principal atributo a capacidade em liquidar débitos e representar poder de compra na forma mais pura (KEYNES, 1982). Assim, a existência de uma demanda por dinheiro, como um ativo, passa a afetar a demanda e os preços de outros ativos financeiros, que são expressões alternativas de conservação da riqueza com diferentes atributos, sendo então determinante para o investimento e a escolha entre ativos líquidos (tal como moedas e títulos financeiros) e bens de capital (CARVALHO, 1992). De modo que, em economias monetárias de produção abertas há uma dimensão específica dos mercados financeiros, mais especificamente, os mercados cambiais onde agentes passam transacionar “ativos monetários”, avaliando as expectativas de retorno esperado por esses ativos (ANDRADE & PRATES, 2013).

Tratando-se de economias monetárias inseridas no contexto internacionalizado do sistema monetário, as distintas moedas nacionais apresentam posições de

importância e usos distintos o que, em última instância, leva à padrões assimétricos na demanda pelas moedas e pelos fluxos de ativos financeiros denominados nessas. Esse tipo de comportamento dos agentes econômicos nos mercados financeiros se relaciona com a chamada Hierarquia das Moedas já indicada anteriormente e que passamos a destacar.

De Conti et al. (2014) se referem à essa heterogeneidade característica da interação entre diferentes moedas no cenário do sistema monetário internacional como uma **hierarquia das moedas**. Sendo possível classificar a posição hierárquica de cada uma das moedas nacionais de acordo com as funções desempenhadas por essas nos mercados financeiros, sobretudo, o exercício das funções de unidade de conta e reserva de valor⁶.

O uso destas moedas no contexto internacional passa então a ser determinado por questões geoeconômicas e políticas, sejam estas ligadas à integração comercial e financeira com o restante do mundo, o poder político exercido por cada país no cenário internacional e através de ações tomadas pelos governos nacionais com o intuito de intensificar o uso de sua moeda (DE CONTI ET AL., 2014).

De acordo com De Conti et al. (2014), para compreender a dinâmica assimétrica é preciso analisar a diferença entre a liquidez das moedas centrais e a liquidez buscada pelos países periféricos como aceitas para unidade de conta, indexadora de contratos e reserva de valor em nível internacional, é preciso considerar a distinção entre a **liquidez da moeda** e a **liquidez dos mercados**. Os autores consideram que a liquidez da moeda provém de sua capacidade para cumprir as propriedades clássicas, de ser utilizada para a aquisição de bens ou servir de meio de pagamentos, ou seja, em última instância, ser líquida. No cenário internacional, quando uma moeda pode cumprir suas funções para além do espaço nacional ela deixa apresentar apenas liquidez de moeda e passa a ter liquidez de divisa⁷. Já a

⁶ A hegemonia dos Estados Unidos, sobretudo, a partir do colapso do acordo de Bretton Woods fez com que o dólar ocupasse a posição superior na hierarquia monetária, sendo assim a moeda de referência internacional. De Conti et al. (2014) classificam as moedas de modo que i) o dólar ocupe a posição de moeda-chave do sistema monetário internacional, ii) seguido pelo euro, que se diferencia das demais moedas mas ainda sem dividir status com o dólar, iii) em uma terceira faixa encontram-se as demais moedas centrais, que exercem funções em âmbito internacional de maneira secundária, e, por fim, iv) as moedas denominadas como periféricas, que não exercem nenhuma das funções de âmbito internacional, estando sujeitas à flutuações repentinas advinda de mudança das expectativas dos agentes quanto a sua condição de liquidez.

⁷ As moedas periféricas, portanto, são moedas – em âmbito nacional –, mas não são divisas – já que não desempenham suas funções internacionalmente. Sugere-se, então, que essas moedas possuem a liquidez

liquidez de mercado se refere às condições em que os ativos são transacionados em cada mercado distinto, sobretudo, em relação aos custos monetários e temporais envolvidos. Cabe ressaltar que essa liquidez de mercado passa a ser determinada por quatro aspectos: i) as características institucionais de seus mercados, ii) o tamanho desses mercados financeiros capazes influenciar nos preços dos ativos, iii) o histórico de transações realizadas e a, respectiva, reputação construída pelos agentes econômicos, e iv) os próprios agentes presentes e atuantes nos mercados financeiros. As economias periféricas ao perseguirem melhorar a liquidez de mercado, através da tentativa de reduzir barreiras regulatórias e custos de transação, promovem o aprofundamento da própria lógica especulativa na esfera das finanças (DE CONTI ET AL., 2014).

Essa dimensão hierárquica do sistema monetário internacional, no que diz respeito à capacidade das diferentes moedas nacionais serem usadas como meio de pagamento aceito internacionalmente ou reserva de valor, implica em uma importante assimetria para as economias periféricas, sobretudo, a sensibilidade dessas em relação à volatilidade nas condições de liquidez internacional.

Ou seja, quando se analisa a dinâmica do Sistema Monetário Internacional, é preciso destacar que as moedas dos diferentes países têm diferentes hierarquias. Os países que têm estruturas produtivas menos diversificadas e que apresentam níveis de distribuição de renda abaixo de um determinado nível, classificados pelos organismos multilaterais como “emergentes e em desenvolvimento” são aqueles que, de grosso modo, indicamos aqui como países periféricos. Sendo aqueles que não têm capacidade de exercer uma função de reserva de valor e indexador de contratos por meio de seus ativos monetários, considerado inconversíveis (CARNEIRO, 2008).

Estas moedas consideradas inconversíveis têm um caráter hierarquicamente subordinado, quando comparada às moedas que são internacionalmente aceitas. Se destaca que mesmo dentre os países centrais, as moedas não deixam de apresentar esta mesma natureza hierárquica no sistema financeiro. No topo da hierarquia está a moeda norte-americana (o dólar), aceito efetivamente como liquidez internacional. E, paralelamente, os títulos públicos do Tesouro norte-americano considerado como uma

própria da moeda em âmbito nacional, mas não possuem, no âmbito internacional, o que se pode chamar de “liquidez de divisa” (DE CONTI ET AL., 2014).

“quase moeda”, quase tão líquida quanto o próprio dólar. Um dos indicadores deste nível hierárquico superior do dólar é o fato de que, analisando o giro internacional das moedas (BIS), é possível observar que é a moeda que mais aparece em pares de troca entre transações internacionais. Em segundo lugar encontra-se o euro, que é também considerado como um ativo de reserva de valor e indexador de contratos em nível internacional. Num nível hierárquico mais baixo, estão outras moedas de países centrais como a Libra, o Yen, o Dólar Canadense, que são em parte aceitos como indexadores de contratos internacionais. Já as moedas dos países tidos como “emergentes e em desenvolvimento”, estão em um nível hierárquico mais baixo, sendo consideradas as moedas inconversíveis (CARNEIRO, 2008). Ou seja; essas últimas não são demandadas como liquidez.

Nesses termos, para deter ativos vinculados a essas moedas, os aplicadores vão exigir uma rentabilidade extra, que compõe o que comumente ficou conhecido como “risco país”. O conceito aí envolvido é o de que as moedas subordinadas não são consideradas “liquidez”. Caso haja abertura financeira, os agentes econômicos dos países das moedas subordinadas poderão emitir títulos de dívida para captar recursos, tanto no seu mercado doméstico (na sua própria moeda), quanto em mercado financeiro internacional (em moeda forte). Em ambos os casos, esses títulos emitidos serão considerados “menos líquidos” do que os emitidos por devedores dos países que têm moedas de hierarquias superiores.

No caso dos menos hierárquicos, considera-se que, mesmo que eles emitam títulos de dívida em moeda forte (dólar, por exemplo) negociados em mercado de capitais de países avançados, tais títulos sofrem inexoravelmente do problema de que esses devedores geram sua rentabilidade em seu país de origem e precisam transformar os recursos que recebem na “moeda subordinada”, em “moeda forte” para poder pagar a dívida. Isso não tem a ver com o conceito de “credibilidade”, mas sim com uma característica estrutural dos mercados financeiros globais, organizados considerando uma hierarquia monetária, destacada acima.

A partir daí, para ficar com um título de dívida de um devedor “periférico” o aplicador vai exigir uma “rentabilidade extra”. Tomando-se a comparação entre o título soberano mais líquido e seguro (o título do Tesouro Norte Americano) e um título

soberano (ou conjunto de títulos) de um país periférico pago em dólar, veremos que, estruturalmente, esse segundo paga taxas maiores. Assim, teríamos:

$$i^* = i + \text{spread}$$

sendo que, i^* = taxa paga pelo título soberano de um país periférico em dólar

i = taxa paga pelo títulos *Treasury* dos Estados Unidos

Se convencionou a chamar esse spread de “risco país”, considerado como um indicador de mercado e medido pela agência J.P. Morgan a partir de 1993. Esse diferencial de juros implícitos de um conjunto de títulos soberanos em dólar⁸ ponderado de acordo com seu peso de colação nos mercados em comparação com o título soberano dos Estados Unidos, constituindo o chamado índice EMBI (*Emerging Markets Bonds Index*) ou EMBI+, havendo uma pequena diferença metodológica entre ambos os índices. É interessante notar que esse spread é visto como uma medida de “risco”, no sentido acima de “credibilidade” quanto à capacidade de pagamentos do país. A indicação dos “mercados” segue a visão dos modelos vinculados ao “novo consenso macroeconômico”, segundo o qual em situação de ampla abertura comercial e financeira haveria uma convergência de juros e esses spreads não existiriam. Para essa concepção, esse spread existe por que o país em questão está adotando uma política macroeconômica equivocada, gerando falta de credibilidade sobre a capacidade de pagamento. Quanto mais convergente com a austeridade fiscal e com a ampla abertura econômica, menos “arriscado” e mais “crível” seria o país e sua capacidade de pagamento de seus títulos em moeda forte.

Como vimos, contrariamente a essa perspectiva, seguimos a análise que destaca a existência estrutural desse diferencial de juros, por conta da hierarquia das moedas. A partir daí outra questão que emerge é a de que esse diferencial (o “risco país”) é profundamente afetado por fatores especulativos. De fato, em momentos de pioras conjunturais, os detentores de capitais aumentam sua “preferência pela liquidez” e venderão títulos considerados menos líquidos, indo em direção da “fuga para a qualidade”, o que gerará a queda de preço desses títulos e aumento nos juros

⁸ Com base nos valores de negociações diárias em mercados secundários de 93 títulos de 21 países emergentes.

implícitos. Na verdade, pode haver movimentos altamente especulativos, em que os agentes vendem títulos na alta, para recomprar na baixa. Ademais, o mercado desses títulos soberanos é altamente complexo, existindo a possibilidade, inclusive, de aluguel temporário desses títulos. Essa é uma dinâmica perversa para os países com moedas subordinadas, pois os ataques de contágio de determinadas ocorrências conjunturais e de movimentos especulativos são vistos pelos “mercados” como sendo resultado de falta de “credibilidade” e de uma “má política econômica”, gerando-se pressões para a convergências das ações do Estado na direção dos “requerimentos dos mercados”. Na verdade, essa forma de ler esses spreads como se fosse, efetivamente “indicadores de risco” aprofunda essa questão.

Outro indicador que aprofunda essa dinâmica refere-se às notas dadas pelas agências de rating a esses mesmos títulos soberanos. Essas notas indicam se o referido título está sendo considerado em nível de “*investment grade*”, ou seja; em nível de segurança quanto à capacidade de pagamento. Por outro lado, a nota pode indicar o contrário: que o título é considerado “*sub-investment grade*”, em nível de insegurança quanto à capacidade de pagamento. Quando essas notas se referem a títulos soberanos elas são consideradas um indicador de “Risco Soberano”. A perspectiva indicada pelas agências é a de que tais notas refletem cálculos concretos referentes a indicadores macroeconômicos do país, tais como: inflação, relação DPLSP/PIB, RPSP /PIB; RNSP /PIB, dentre outros. Note-se que esses indicadores, na verdade, refletem a perspectiva dos modelos liberais, ligados à visão do “novo consenso macroeconômico”, segundo a qual indicadores de Gastos Públicos são considerados indicadores de solvência. Mais uma vez, os conceitos de “risco” refletem essa visão, aprofundando a pressão pelo viés da liberalização econômica e da austeridade fiscal e camuflando a questão da especulação e da rentabilidade financeira por detrás de qualquer dinâmica macroeconômica em uma economia monetária de produção.

Uma questão adicional é a de que, ademais, as referidas notas das agências de rating refletem também fatores fortemente subjetivos, que as afetam. Ora, essas “notas” podem influenciar decisões de detentores de capitais, especialmente em momentos de instabilidade. Uma piora de uma nota de uma agência de rating (que é um agente privado) num momento de instabilidade pode levar a um aprofundamento

das vendas de títulos e ao crescimento de movimentos especulativos, afetando o “risco país”, explicado acima.

Assim, o que se observa é que, apesar dos esforços das economias capitalistas periféricas em se adequarem, cada vez mais, aos requerimentos dos detentores de capitais, redesenhando suas políticas macroeconômicas e a institucionalidade de seus mercados financeiros domésticos, elas permanecem fortemente sujeitas às variações de conjuntura que afetam rapidamente parte importante dos fluxos de capitais que se dirigem a esses países. Corrêa (2006) destaca que afetam rapidamente os fluxos de capitais “com viés de curto prazo”, que são aqueles que podem reverter rapidamente: as aplicações em Títulos de Renda Fixa e em ações. Os movimentos de moedas e depósitos, os empréstimos de curto prazo. Isso, por sua vez, afetando rapidamente a taxa de câmbio desses países periféricos. Para Corrêa (2006), quanto maior o peso desses capitais na conta financeira de um país, tanto maior é a possibilidade de reversão inesperada, gerando um tipo particular de vulnerabilidade: a vulnereabilidade à reversão de recursos (CORRÊA, MOLLO & BIAGI, 2009). Almeida (2016), chama a atenção para essa vulnerabilidade particular, indicando que a relação entre “estoques de capitais com viés de curto prazo e as reservas”⁹ pode ser um indicador dessa vulnerabilidade.

Kaltenbrunner & Painceira, (2014), também destacam esse “novo formato” de vulnerabilidade externa, sendo que a financeirização subordinada não pode ser reduzida apenas à quantidade e direção dos fluxos de capitais em um determinado momento, mas também à volatilidade apresentada por esses fluxos e sujeição da política monetária doméstica aos imperativos dos mercados de capitais internacionais. Então, esse tipo particular de vulnerabilidade se refere à possibilidade de reversão abrupta de fluxos de capitais, fortemente influenciados por elementos conjunturais – particularmente da dinâmica da política macroeconômica dos países centrais.

Seguindo esse argumento, para Kaltenbrunner e Painceira (2014), a manutenção da vulnerabilidade externa de economias capitalistas periféricas se dá pela vinculação da participação de investidores estrangeiros nos ativos domésticos aos movimentos da liquidez internacional e na lógica de valorização destes ativos financeiros. Dessa maneira, períodos de alta liquidez internacional, influenciado

⁹ Esses estoques de capitais são apresentados na PII (Posição Internacional de Investimentos)

dentre outros motivos pela política monetária dos países hegemônicos, estão associados à uma menor “aversão ao risco” dos investidores estrangeiros, enquanto os períodos de retração na liquidez caracterizam movimentos de “fuga para a qualidade”.

A exposição dos investidores estrangeiros a ativos em moeda nacional mudou fundamentalmente a interação entre as decisões de carteira e a taxa de câmbio, tornando as flutuações cambiais um elemento crucial para os retornos dos ativos. Além do mais, a crescente importância das negociações financeiras no lugar de operações de investimento tornou a lucratividade dos sistemas cada vez mais dependente do aumento dos preços dos ativos e, assim, fazendo com que os sistemas financeiros se tornem cada vez mais frágeis (KALTENBRUNNER & PAINCEIRA, 2014).

Outra discussão também compatível a essa temática é a que destaca o fato de que o perfil do passivo externo líquido importa. Se grande parte do passivo externo se dá em moeda nacional, esse é um fator a ser visto como positivo (BIANCARELLI 2019; BIANCARELLI ET AL., 2017 e 2018). De fato, o que se observa é que à medida que a abertura financeira se aprofunda, aumenta o ingresso de recursos de estrangeiros (PASSIVOS) aplicados em ações negociadas no país e em títulos de renda fixa negociadas no país (tanto em mercado de capitais, quanto em mercado monetário). Para Biancarelli (2019), esse tipo de aplicação é menos instável para o país, do que aquelas que se efetuam em moeda externa. A rentabilidade e amortização (no caso dos títulos de renda fixa) em moeda nacional não sofrem com variação do câmbio, enquanto que os títulos emitidos por residentes em moeda forte sofrem.

O que pontuamos, então, é o fato de que a grande questão cercando a problemática da vulnerabilidade externa das economias capitalistas emergentes não se circunscreve, meramente, a elementos de uma “má gestão de política econômica”, ou mesmo à “falta de confiança” dos agentes atuando no mercado quanto à capacidade dessas economias honrarem com seus compromissos. É claro que a questão da vulnerabilidade está fortemente ligada a aspectos de “restrição externa” ligada à dinâmica da estrutura produtiva do país e sua ligação com o comércio internacional e às necessidades de importações. Na verdade, um elemento essencial dessa análise envolve elementos estruturais: à questão da subordinação das moedas

periféricas e à questão da institucionalidade do mercado financeiro e de câmbio doméstico, que tem a ver com a questão do perfil produtivo do país, mas, no entanto, vai além desta questão.

Seguimos a interpretação acima, destacando que a vulnerabilidade das economias periféricas na atualidade incorpora uma dimensão financeira de especulação mais profunda hoje do que era no passado, a partir do avanço do processo de securitização e da abertura dos mercados financeiros dos países periféricos. A subordinação hierárquica da moeda no caso dos países periféricos envolve uma condição sistêmica dos processos de acumulação capitalista, sendo que essa condição de subordinação se aprofunda com o avanço da financeirização.

Dessa forma, seguindo as pistas deixadas por Corrêa (2006), sabemos que tanto maior o peso dos capitais com viés de curto prazo no estoque e fluxo de recursos no balanço de pagamentos dos países maior será a vulnerabilidade financeira a qual essas economias serão expostas no momento de uma reverão dos recursos voltados à especulação. Este novo padrão de vulnerabilidade externa criou um elevado grau de complexidade, tornando cada vez mais difícil prever os ganhos e perdas para os atores nos mercados globais durante períodos de forte incerteza e de instabilidades econômicas (DE PAULA ET AL., 2020).

Em outras palavras, a depender do estado de confiança dos investidores institucionais estrangeiros e a preferência pela liquidez apresentada, a demanda pelas moedas periféricas e os ativos denominados nestas podem sofrer variações abruptas na quantidade e nos valores apresentados pelos mercados financeiros. Essas flutuações nas condições de liquidez do sistema monetário internacional irão influenciar duas variáveis econômicas importantes para as economias emissoras de moedas periféricas, sobretudo, o patamar de suas taxas de juros e a volatilidade da taxa de câmbio.

O elevado patamar das taxas de juros apresentadas pelos países periféricos decorre da necessidade de apresentar um diferencial em relação entre as taxas de juros nos países centrais, tal diferença dependerá tanto de componentes estruturais como conjunturais. As questões estruturais dizem respeito à esfera hierárquica do sistema monetário, em especial, quanto à necessidade de apresentar um **prêmio pela iliquidez** pelos ativos denominados na moeda periférica. Esse prêmio ao ponto

apresentado anteriormente sobre a liquidez de divisas, ou a falta que tal liquidez exerce sobre as economias periféricas. Tais países em condição periférica passam a sofrer com fortes tendências à incerteza devido aos fatores estruturais ligados ao sistema monetário hierarquizado. Já as questões conjunturais dizem mais sobre os fatores ligados à liquidez de mercados dessas economias, sobretudo, em relação aos prêmios de risco (risco-país, risco político e risco de mercado) e às expectativas de variação da própria taxa de câmbio.

A volatilidade das taxas de câmbio para as economias periféricas, tratando-se de um ambiente marcado pela dominância financeira, passa a estar associada aos movimentos dos fluxos de capitais financeiros exógenos aos países e às mudanças súbitas da psicologia do mercado. De acordo com De Conti et al. (2014), a tendência à volatilidade das taxas de câmbio periféricas está ligada à volatilidade dos fluxos de capitais que se direcionam a tais países – seguindo uma lógica de perseguição de maior rentabilidade em períodos de alta liquidez e buscando abrigo nos ativos denominados em moedas centrais durante a reversão do ciclo ou mudanças na preferência por liquidez dos agentes – mas também a algo que se pode denominar de “volatilidade das expectativas” com relação às moedas periféricas, ambas ligadas à posição subordinada ocupada na hierarquia do sistema monetário.

Assim sendo, as assimetrias monetária e financeira se reforçam mutualmente de modo a produzir dois importantes resultados para as economias periféricas: i) tais mercados tornam-se inherentemente vulneráveis aos fluxos de capital de curto prazo determinados, em última instância, por processos exógenos e ii) estes fluxos de capitais que se dirigem às economias periféricas contribuem em grande parte para uma maior volatilidade em suas taxas de câmbio. Além de causar grandes oscilações nas taxas de câmbio dos países periféricos emergentes, a falta de liquidez de sua moeda contribui tanto para um maior risco cambial, que afeta a relação entre as taxas de juros internas e externas, quanto para um maior prêmio de risco país em relação à moeda-chave (ANDRADE & PRATES, 2013).

Em síntese, ao se tratar de um ambiente econômico marcado pelas características da dominância da acumulação financeira e a dimensão hierárquica do sistema monetário, há de considerar a conexão entre três importantes questões para compreender a dinâmica dos fluxos de capitais financeiros. Em primeiro lugar, os fluxos de recursos que se dirigem aos países periféricos estão fortemente atrelados à

dinâmica da liquidez global que, por sua vez, é influenciada pela política monetária dos países em posições hierarquicamente mais altas do sistema monetário internacional. Em segundo lugar, a dinâmica destes fluxos – apesar das características compartilhadas sobre a posição monetária subordinada – vai diferente em cada um dos países, sobretudo, em relação às diferenças institucionais e às questões próprias a cada economia nacional (DE CONTI ET AL., 2014).

Destaca-se que os países periféricos têm mercados financeiros mais complexos e passam a oferecer maiores diferenciais de juros com o intuito de promover atrativos aos capitais. Em terceiro, há uma série de diferentes perfis de fluxos de capitais financeiros e, por essa razão, é necessário compreender a dinâmica de cada um destes.

CAPÍTULO 2: METODOLOGIA DE ANÁLISE E PERIODIZAÇÃO DA LIQUIDEZ INTERNACIONAL NOS ANOS 2000

Conforme anunciado, os estudos desenvolvidos pela dissertação envolverão a análise da Conta Financeira de países periféricos selecionados. Nesses capítulos metodológicos apresentaremos a metodologia dos estudos que se desenvolverão a partir do Capítulo 3. Ademais, ainda nesse Capítulo 2 efetuaremos também o detalhamento da periodicidade que será considerada para os estudos efetuados daqui para adiante.

A dinâmica dos fluxos financeiros passou a ser fortemente influenciada através das transformações pelas quais o sistema monetário internacional foi submetido, de modo que o avanço das novas operações financeiras (crescimento dos processos de securitização, avanço das operações de endividamento via lançamento de títulos de dívida direta, engenharias financeiras englobando os mercados de crédito e capital) articuladas ao movimento de liberalização dos mercados financeiros periféricos foram capazes de articular os sistemas financeiros das economias periféricas à lógica de liquidez dos grandes mercados financeiros internacionais, investidores institucionais e grandes corporações (CORRÊA & PEREIRA, 2016).

Neste cenário de aplicações financeiras amplamente diversificadas com grande potencial de mobilidade, a dinâmica dos mercados financeiros internacionais passa a ser influenciada diretamente pela política monetária dos países centrais e movimentos dos seus próprios mercados financeiros. Assim sendo, tanto o direcionamento como o volume dos recursos voltados às economias periféricas tornaram-se intimamente ligados aos ciclos de expansão e contração da liquidez internacional, uma vez que tais países se encontram em posições subordinadas dentro da hierarquia monetária.

O direcionamento dos recursos financeiros aos países periféricos, tratando-se de negociações de compra e venda de títulos de dívida diretos, passa a depender de dois componentes essenciais: a rentabilidade adicional para os títulos denominados em moedas “fracas” e a percepção dos diferentes agentes nos mercados financeiros sobre os riscos envolvidos na decisão de investir em determinadas economias. Dessa forma, podemos considerar que os períodos de alta liquidez internacional podem ser caracterizados pela menor “aversão ao risco” por parte dos investidores institucionais, que se tornam mais dispostos a investir nestes países na expectativa de valorização

de seu capital (SOUZA & CORRÊA, 2018). Enquanto os períodos de baixa liquidez nos mercados internacionais podem ser caracterizados como movimentos de “fuga para a qualidade”, quando a percepção dos riscos aumenta e os investidores tendem a buscar aplicações mais seguras nas economias centrais.

Dessa maneira, torna-se imprescindível adotar uma periodicidade para que se possa avaliar as diferenças entre as fases de alta e baixa liquidez internacional. Essa estratégia nos permite avaliar sobre quais bases os movimentos dos capitais estavam apoiados em relação às políticas monetárias centrais, incerteza e percepção geral de riscos aos capitais. Fazendo do próximo passo analisar os principais ciclos financeiros e seus determinantes durante os anos que se estenderam de 2003 e 2019, o que será realizado ao longo deste capítulo.

Então, uma análise importante para os propósitos de nosso trabalho se refere ao estudo da dinâmica da liquidez mundial nos anos 2000, e o direcionamento destes recursos para os países periféricos¹⁰. Trabalhos como os de Almeida (2016), Corrêa e Dos Santos (2014), Pereira (2015) e Souza e Corrêa (2018), indicam o movimento de forte expansão de recursos no início da década de 2000, sobretudo, no decorrer do período 2000-2008, além da ocorrência de “surtos de recursos”, fazendo referência ao direcionamento conjunto de grandes volumes de capitais para diferentes países, ao mesmo tempo. É considerada uma fase de forte expansão da liquidez mundial em conjunto com expressiva expansão do comércio e de crescimento generalizado, que foi alavancado, em parte, pela expansão do crescimento econômico da China e das elevações nos preços *commodities*.

Em relação à política monetária norte-americana, se observa uma tendência de queda paulatina de suas taxas básicas de juros entre o início dos anos 2000 até 2004, ano em que essas taxas passam a apresentar um crescimento contínuo, apesar de moderado, até meados de 2006 como uma resposta das autoridades monetária frente as pressões inflacionárias domésticas. A elevação dos juros não provoca, de fato, um movimento de redução da liquidez mundial, que permanece basicamente até 2008 (em 2006 há o primeiro episódio da crise do *subprime*), quando, no segundo semestre, se observa o aprofundamento da crise financeira.

¹⁰ Ver Prates (2006), Corrêa (2006), Biancarelli (2008), Cunha et al. (2009), Corrêa e Dos Santos (2014), Pereira (2015), Almeida (2016), Corrêa e Pereira (2016), Souza e Corrêa (2018) e Souza (2021).

Esse acontecimento marca uma profunda reversão dos recursos que perdura durante o primeiro semestre de 2009. Após as tentativas de intervenção do governo norte-americano, buscando contornar os impactos da crise através da política de *quantitative easing* e uma política fiscal também expansionista, se observa um retorno dos capitais para os países periféricos. Quanto ao período de reversão de recursos e, posterior retomada, também há importantes trabalhos destacando tal dinâmica, sendo que alguns deles enfatizam a rápida retomada do direcionamento de recursos e o fato de que vários desses países, especialmente os BRICS, não haviam apresentado uma desaceleração tão profunda. Há inclusive aí a chamada hipótese do “*deccoupling*”, questionando a possibilidade de estes países estarem, de certa forma, protegidos da desaceleração mundial por uma nova dinâmica econômica.

No entanto, não há indícios de ter sido este o caso, sendo que, especialmente após 2012, vários países periféricos passam a apresentar dinâmica de crescimento cada vez menos vigorosas. Quanto à dinâmica da liquidez para o período pós-2009, apresentamos a seguir a periodicidade construída a partir de Corrêa e Pereira (2016), que reconstruem os períodos de expansão e retração dos fluxos financeiros desde os anos 2000 até 2015. A periodicidade indicada pelas autoras é apresentada através do Quadro 1. Ademais, outra questão adicional que destacam refere-se à existência de “surtos de recursos”, período em que teria ocorrido um direcionamento ainda mais concentrado de recursos. No que diz respeito a estes “surtos”, as autoras se referem ao estudo realizado pelo FMI (2011), que levantou a questão com base em estudos do direcionamento dos fluxos brutos de recursos para os países periféricos, ou nos termos da organização multilateral, emergentes e em desenvolvimento.

Quadro 1: Periodização da liquidez internacional no período 1990-2014*

(i) 2002Q4-2008Q3 –

Período de liquidez, em que se destaca o ajuste e crescimento dos países periféricos da Ásia, da América Latina e da Europa, em conjunto com o também crescimento dos países centrais e com o forte aumento no preço das *commodities*.

(ii) 2008Q4-2009Q2

Período de retração de recursos e de ‘fuga para a qualidade’. Observa-se forte saída de capitais dos países periféricos e o espalhamento da crise *Subprime*, sobretudo para os países periféricos da Europa: Grécia, Portugal, Irlanda, Itália, Espanha.

(iii) 2009Q3-Q32011

Novo período de liquidez. A partir do momento em que os Estados Unidos adotam uma política expansionista para contrarrestar a crise e reduz drasticamente os juros do país, observa-se uma nova injeção de liquidez e a queda geral das taxas de juros nos países centrais define uma ‘volta do apetite pelo risco’, na medida em que os grandes capitais buscam, mais uma vez, os diferenciais de juros oferecidos pelos países periféricos.

(iv) Q4 2011- em diante

Reversão de recursos com a problematização dos Bancos Europeus e rápido retorno após o apoio do BCE. Período posterior de crescimento da volatilidade e indicação de problematização de países periféricos.

* Q equivale a “Quarter”, referindo-se a cada quarto do ano, ou seja, cada trimestre do ano.

Fonte: Corrêa e Pereira (2016).

Quadro 2: “Surtos de Recursos” para países periféricos no período 1990Q1-2010Q2*

1996Q4-1998Q2
2006Q4-2008Q2
2009Q3-2011Q2
2012Q2-2014Q4

* Q equivale a “Quarter”, referindo-se a cada quarto do ano, ou seja, cada trimestre do ano

Fonte: Corrêa e Pereira (2016)

Nesse sentido, faremos nos próximos tópicos uma retomada da periodicidade e os argumentos levantados pelas autoras, acrescentando os estudos realizados por Souza e Corrêa (2018) que estendem a análise até 2018 e por Souza (2021) que constrói um estudo para a dinâmica de direcionamento dos recursos aos países periféricos nos anos 2000, considerando a análise de “episódios de recursos”.

2.1 A classificação do FMI quanto ao perfil dos países sob a análise e o conceito de “países periféricos”

Organismos multilaterais como as Nações Unidas (ONU) e o Fundo Monetário Internacional (FMI) adotam uma taxonomia de classificação dos países que os divide

entre economias *desenvolvidas* e *em desenvolvimento*, com o intuito de compreender os resultados dos países em diferentes contextos socioeconômicos. Essa abordagem utilizada pelos organismos multilaterais, no entanto, não parte de critérios consistentes para explicar seus sistemas de classificação dos países nos mais distintos contextos e processos socioeconômicos, tornando a divisão dos blocos econômicos sujeitas à interpretação. Além disso, a metodologia adotada pelo sistema de classificação acaba partindo, implicitamente, de uma percepção de que o *subdesenvolvimento* equivale à uma situação de ausência de *desenvolvimento*, ou seja, atraso em relação às demais experiências históricas de países em estágios avançados (CARCANHOLO, 2008). De modo que se torna necessário explorar melhor a organização e funcionamento destes sistemas de taxonomia dos países¹¹.

Embora as Nações Unidas não tenham estabelecido uma convenção específica para a designação dos países ou áreas entre *desenvolvidas* ou *em desenvolvimento*, esse conceito foi introduzido como parte da metodologia de padronização dos países e áreas ou códigos para uso estatístico (M49) em 1996 (UN, 2019). Se trata de uma classificação com o intuito de trazer conveniência estatística e buscar não expressar julgamentos em relação ao estágio alcançado por um determinado país ou região em seu processo de desenvolvimento. Além disso, a taxonomia utilizada pelo organismo também se encontra alinhada com os *Objetivos de Desenvolvimento Sustentável* (ODS), que atualmente usa os relatórios globais na elaboração de seu relatório final sobre os *Objetivos do Milênio* (UN, 2019).

A *United Nations Conference for Trade and Development* (UNCTAD) também segue a distinção adotada pelo anexo M49 como parte de seus conceitos analíticos e operacionais apenas acrescentando uma terceira categoria para a classificação dos países entre *desenvolvidos* e *em desenvolvimento*, os países *em transição*. O grupo de *economias em transição* foi estabelecido para levar em conta as circunstâncias particulares das economias que compunham o bloco socialista e que, com o fim da União Soviética, adentraram em um período de transformação do modelo planificado para uma economia de mercado (THS, 2019).

¹¹ Segundo Carcanholo (2008), a percepção convencional em torno do desenvolvimento o considera como um fenômeno quantitativamente distinto do subdesenvolvimento, sendo possível extrair modelos e estratégias de políticas econômicas a partir das experiências dessas economias avançadas, assim, superando os vários estágios de atraso e alcançando a modernidade.

Para o caso do Fundo Monetário Internacional (FMI), a taxonomia utilizada na última edição de seu relatório *World Economic Outlook* (2020) seguiu a orientação dos demais organismos multilaterais e dividiu os países entre as *economias avançadas* e os *mercados emergentes e economias em desenvolvimento*. A abordagem no Fundo quanto ao critério de desenvolvimento, tal como a das Nações Unidas, não se baseia em conceitos estritamente econômicos e têm evoluído ao longo do tempo¹². O objetivo da classificação busca facilitar as análises, fornecendo um método razoavelmente significativo de coleta e organização dos dados (WEO, 2020).

A lista das economias avançadas contém 39 países, dentre eles os sete maiores em termos de PIB com base nas taxas de câmbio de mercado – Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido e Canadá – constituem o subgrupo de economias avançadas, por vezes referidos como G7, além de um segundo subgrupo com os países membros da zona do euro na Europa, contudo, nem todos os países membros da União Europeia entram na classificação como economias avançadas. As economias emergentes e em desenvolvimento incluem todas aquelas que não se enquadram na classificação de economias avançadas, além de serem divididas entre subdivisões regionais para os mercados emergentes¹³. As subdivisões regionais se dividem em Ásia emergente e em desenvolvimento, a Europa emergente e em desenvolvimento (por vezes chamada de *Europa Central e Oriental*), a América Latina e Caribe, o Oriente Médio e a Ásia Central, além da África Subsaariana (WEO, 2020).

De acordo com Nielsen (2011), o sistema de classificação dos países do FMI mudou consideravelmente desde o início da década de 1970, quando se apoiava na distinção entre países industrializados e outros menos desenvolvidos, até alcançar a classificação atual entre desenvolvidos e em desenvolvimento. Entretanto, o autor nos apresenta a perspectiva da falta de consistência argumentativa para as mudanças no modo como eram organizados os países nas diferentes categorias.

¹² De acordo com o WEO (2020), alguns países permanecem fora da classificação de país e, portanto, não estão incluídos na análise do relatório. Dentre os países deixados de fora da lista estão Cuba e a República Popular Democrática da Coréia, que não são membros do FMI e, assim sendo, o Fundo não monitora suas economias.

¹³ As economias emergentes e em desenvolvimento também são classificadas de acordo com critérios analíticos que refletem a composição das receitas de exportação e uma distinção entre economias credoras e devedoras líquidas (WEO, 2020).

Quando na primeira publicação do *World Economic Outlook* (WEO), em maio de 1980, o FMI se apoiava nas categorias apresentadas pelo *International Financial Statistics* (IFS) que dividia os países entre *economias industrializadas* e *economias em desenvolvimento*. Nesta publicação, o grupo de países industrializados consistia em 21 países, subindo para 23 a partir de 1989 com a reclassificação de Grécia e Portugal como economias industrializadas.

O relatório de 1989, no entanto, não apresenta maiores explicações sobre a reclassificação (NIELSEN, 2011). De modo que, outra reclassificação é realizada em 1997, sob o pretexto da participação decrescente dos setores ligados à manufatura comum a todos os membros do grupo de países avançados, na qual países como Israel, Coréia do Sul e Cingapura foram adicionados na categoria de avançados pelo rápido desenvolvimento econômico desses países e o compartilhamento de uma série de características relevantes para as demais economias industrializadas. Dentre as características comuns listadas como fatores para a reclassificação dos países estavam o crescente desenvolvimento dos mercados financeiros, além do elevado grau de intermediação financeira e a diversidade das estruturas econômicas, sobretudo, aos setores de serviços em rápido crescimento (NIELSEN, 2011).

Além disto, também se destaca a utilização do agrupamento adicional para os países que faziam parte da União Soviética, observa-se que entre 1993 e 2004 o FMI passou a classificar como *economias em transição* o grupo com 15 ex-repúblicas da União Soviética, 12 países da Europa Central e Oriental e a Mongólia. A justificativa para tal agrupamento acompanhava o argumento das Nações Unidas, no qual estes países encontravam-se em transição de suas economias baseada em um sistema de administração centralizada para um modelo baseado em princípios de mercado. Mas, embora a nova categoria fosse compreensível, haviam problemas acerca de quando um país teria seu processo de transição completado e qual classificação seria adotada a partir deste ponto. Entre 1993 e 2004 não houveram transições completas. Havendo uma mudança de conjuntura apenas em 2004, quando um conjunto de oito países da Europa Central e Oriental decidiram aderir à União Europeia, fazendo com que este

grupo de países na categoria *em transição* fossem incorporados aos demais países no grupo de *emergentes e em desenvolvimento*¹⁴.

Mas, mesmo com dificuldades para a classificação e agrupamento dos países nas diferentes categorias, a metodologia utilizada pelos sistemas de taxonomia destes organismos multilaterais não deixa de reconhecer que há um conjunto de problemas e restrições enfrentadas pelos países *em desenvolvimento*. Se reconhece as questões de restrição ao crescimento, fragilidades e vulnerabilidades financeiras e de balanços de pagamentos, alta concentração de renda e desigualdades nos campos produtivo-tecnológicos, como desafios a serem superados por estes países. Porém, o que esta concepção para o fenômeno do desenvolvimento econômico falha em compreender é que as diferenças entre os países não podem ser resumidas como um processo de elevação gradual da densidade e capital e aumento da produtividade do trabalho, mas como um processo que pertence à mesma dinâmica de crescimento e acumulação de capital em uma escala mundial (RODRÍGUEZ, 1977). A concepção de “atraso” dos países considerados *em desenvolvimento* é um componente da própria dinâmica do sistema econômico e não poderá ser superada apenas a partir da adoção de medidas corretivas nos campos do comércio internacional e políticas econômicas “adequadas”.

Para Rodríguez (1977), torna-se imprescindível compreender as características que compõe o processo de acumulação e avanço técnico das economias tipicamente capitalista, no entanto, a partir da perspectiva de como estas técnicas de produção capitalista se difundem dentro de um sistema econômico mundial formado por centros e periferias. Neste arranjo, os países centrais são considerados como economias em que o modo de produção capitalista se originou e constitui-se inicialmente, enquanto a periferia, por outro lado, é formada por países cuja produção capitalista teve início tardiamente, e se baseou em uma relação de dependência com a dinâmica econômica dos países centrais. As desigualdades entre os dois polos se tornam evidentes através da estrutura do comércio internacional, caracterizado pelas trocas mercadorias e produtos manufaturados de maior intensidade de capital e valor agregado dos países centrais por bens primários ou produtos de baixo valor agregado e matérias-primas

¹⁴ Para Nielsen (2011), essa reclassificação expõem um problema para o sistema utilizado pelo FMI, sobretudo, referente ao fato de que os países deste novo grupo se inseriram em uma definição para a qual não faziam parte. Ou seja, a designação de países emergentes e em desenvolvimento, ao que indica, sugere divisões adicionais entre os países considerados emergentes e em desenvolvimento.

vindas dos países periféricos. Assim, subjacente a esta diferenciação de funções está uma diversidade básica de estruturas: há uma estrutura produtiva homogênea e diversificada nos países centrais, enquanto para os países periféricos há uma estrutura produtiva heterogênea e altamente especializada.

A condição periférica é marcada por três condicionantes históricos-estruturais que caracterizam os mecanismos de transferência de valor de países na periferia para o centro econômico nas esferas produtivas, comerciais e financeiras (CARCANHOLO, 2008). Em primeiro lugar, se encontra a recorrente e contínua deterioração dos termos de troca, que compõe um processo de transferência de valor a partir da tendência de queda dos preços dos produtos exportados pela periferia frente os preços de produtos importados. Seguido desta está os envios das remessas de excedentes os países da periferia para os avançados na forma de juros, lucros, amortizações, dividendos e *royalties*, decorrentes da necessidade de importação de capital. Por último está a instabilidade dos mercados financeiros internacionais que acabam implicando em uma política monetária instável e dependente dos ciclos de liquidez internacional para a sua gestão e coordenação.

O sistema centro-periferia oferece uma conotação dinâmica essencial para o entendimento da estrutura do desenvolvimento desigual entre os polos do sistema econômico, uma vez que a defasagem relativa das próprias estruturas produtivas dos países se tornam os impedimentos para que a periferia seja capaz de gerar progresso técnico e incorporá-lo ao processo produtivo em semelhante grau ao que foi alcançado nas economias centrais. Essa desigualdade estrutural acaba sendo a explicação para o processo de deterioração dos termos de troca e, consequentemente, o fenômeno da diferenciação das produtividades médias e rendimentos mais baixos na periferia¹⁵.

A ampliação dos diferenciais de produtividade e rendimento também acarretam em níveis mais baixos de poupança e acumulação quando comparados aos níveis de países centrais, o que resulta em uma limitação das possibilidades de eliminação ou redução das defasagens estruturais as quais estão na base da diferenciação da renda

¹⁵ De acordo com Rodríguez (1977), a tendência à deterioração dos termos de troca se manifesta pelas flutuações cíclicas características do capitalismo nas quais, durante as fases de expansão, os preços de produtos primários aumentam mais do que os preços industriais, porém se reduzem mais durante as fases declinantes. Fazendo com que essa queda seja o ponto no qual os preços dos produtos de exportação da periferia acabam perdendo mais nas fases de retração do que nas fases de crescimento, de modo a tendência de longo prazo se manifestar a partir da deterioração dos termos de troca entre o centro e a periferia.

e produtividade. Assim, ambos os fenômenos da desigualdade estrutural e a diferença entre as produtividades e rendimentos médios acabam interagindo e se reforçando de modo a perpetuar a condição periférica (RODRÍGUEZ, 1977).

Com o aprofundamento desregulamentação e abertura financeira nos países periféricos também surgiu uma outra dimensão para os mecanismos de transferência de valor, para além daqueles próprios à estrutura do comércio internacional, a partir de uma maior participação do capital externo como forma de investimento financeiro, por vezes representado nas formas de investimentos diretos e em carteira. De acordo com Carcanholo (2008), os capitais externos apresentam uma tendência de repatriar lucros e dividendos de modo a remeter valor criado na periferia para o centro e, além disso, quando representados na forma de endividamento, estes capitais implicam na transferência de valor a partir do pagamento de juros e amortizações da dívida. Assim, observa-se que estes elementos condicionantes da relação de dependência entre os países periféricos frente aos centrais constituem um movimento de saída estrutura de recursos, levando a recorrentes problemas de estrangulamento e restrições externas.

Entender o processo de desenvolvimento das economias mundiais como parte de um padrão de reprodução de capital que promove estruturas desiguais de evolução dos países nos centros e periferias é de suma importância para a construção deste trabalho, uma vez que esta desigualdade estrutural é observada fortemente a partir da dinâmica expressa pelas financeiras internacionais e através do próprio sistema monetário internacional. Portanto, a apreensão de que há uma estrutura hierarquizada que engendra a transferência de excedente de valor em nível das relações mundiais nos coloca frente ao sistema centro-periferia e a necessidade de elencar cada uma das especificidades nas dinâmicas de acumulação e reprodução de capital em cada um destes (RAPOSO ET AL., 2018).

2.2 A Conta Financeira do Balanço de Pagamentos, suas subcontas e os sinais dentro da metodologia do BPM6

O Balanço de Pagamentos de um país é um instrumento contábil que resume todas as transações econômicas entre “residentes” e “não-residentes” ao longo de um período definido de tempo. Ou seja, se trata da contabilidade das atividades econômicas e de operações realizadas, sendo as mesmas organizadas a partir de

suas grandes contas e subcontas, de acordo com as especificidades das operações. As contas do balanço de pagamentos são diferenciadas de acordo com a natureza dos recursos econômicos fornecidos e recebidos, podendo estar representada pelas grandes rubricas de “Transações Correntes”, “Conta de Capital” e “Conta Financeira”.

A Conta de Transações Correntes nos mostra os fluxos de bens, serviços, renda primária e renda secundária entre residentes e não-residentes, sobretudo, esta conta nos apresenta a diferença entre a soma do valor das exportações e rendas a receber e a soma do valor das importações rendas a pagar, sendo então um importante agrupamento de subcontas para a dinâmica do balanço de pagamentos.

Já a Conta de Capital mostra as entradas de crédito e débito para ativos não-financeiros e não-produzidos, além das transferências de capital entre residentes e não-residentes. Também registra as aquisições e alienações de ativos não-financeiros e não-produzidos, como terrenos vendidos para embaixadas e vendas de arrendamentos e licenças, bem como transferências de capital, ou seja, a provisão de recursos econômicos por uma parte sem que nada de valor econômico se ofereça como um retorno direto aos envolvidos (BPIIP, 2009).

Por fim, a Conta Financeira, que será o foco de nossa análise, nos apresenta o registro para as ações que envolvem operações entre ativos e passivos financeiros que ocorrem entre residentes e não-residentes. A Conta Financeira apresenta as categorias funcionais, setores, instrumentos e vencimentos usados para transações líquidas utilizadas para o financiamento internacional (BPIIP, 2009). Assim sendo, a Conta Financeira é composta pelas subcontas de Investimento Direto (ID), Investimento em Carteira (IC), Derivativos Financeiros (DR), Outros Investimento (OI). Em sua versão mais recente de contabilização, as Reservas Internacionais (RI) também passam a compor a dita Conta Financeira. A esse respeito, observa-se que a análise dos dados e da dinâmica da Conta Financeira realizada no capítulo está apoiada na metodologia apresentada pelo Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6), mas os dados apresentados sofrerão alguma modificação, com o intuito de melhorar a compreensão dos pontos os quais queremos destacar no trabalho.

A proposta metodológica do manual BPM6 visa fornecer conceitos, definições, classificações e convenções para as estatísticas de balanço de pagamentos utilizadas

no mundo todo, elevando o grau de comparabilidade internacional dos dados por meio da promoção destas diretrizes. O método de análise BPM6 mostra as ligações das estatísticas de balanço de pagamentos a outras estatísticas macroeconômicas promovendo a consistência dos diferentes conjuntos de dados para os países. Esta nova edição do manual surgiu em 2009 a partir da revisão da base metodológica utilizada pelo FMI para analisar os dados de diferentes conjuntos de países, de modo a dar conta de fenômenos como a globalização, a crescente elaboração de questões de balanço patrimonial e a emergência de inovações financeira (BPIIP, 2009).

O sistema BPM6 apresenta uma lógica de apresentação dos dados distinta da apresentada pelas versões anteriores até a versão BPM5. Até essa última versão, os fluxos de entradas de recursos eram apresentados com sinal positivo (+) e os fluxos de saída com sinal negativo (-). De outra parte, os resultados líquidos de cada uma das Grandes Contas (que comportam, de forma separada, os fluxos de Residentes e Estrangeiros) se davam pela somatória dos fluxos de residentes e estrangeiros. Se o resultado líquido, a indicação era a de que estava havendo mais entrada de recursos do que saída. Assim, a análise dos gráficos aí gerados era de fácil entendimento.

Já no caso da versão da contabilização BPM6 a lógica de apresentação não é mais a mesma. Em primeiro lugar, os fluxos de estrangeiros passam a constar, essencialmente, como *passivos* e os fluxos de residentes como *ativos*. O ponto de vista é o do *aumento* ou *redução* em termos de direitos obtidos em relação ao exterior. O crescimento do fluxo de recursos de estrangeiros é um passivo para o país, no sentido de que gera operações passivas. Já o aumento do fluxo de residentes significa que esses estão saindo do país para comprar ativos no exterior. Do ponto de visto do país, esse resultado aumenta os direitos do país para com o exterior. Os sinais dos fluxos de *ativos* e *passivos* serão resultados de seus próprios movimentos (do próprio agente): aumento do fluxo de estrangeiros aparecendo com sinal (+) PASSIVOS e o aumento do fluxo de residentes também aparecendo com sinal (+) ATIVOS. De outra parte, as contas líquidas expressam se o país está “mais” ou “menos” credor em relação ao exterior. Para tal, as contas líquidas são obtidas pela diferença: ATIVOS – PASSIVOS. Se os passivos são maiores do que os ativos, o resultado da conta líquida será negativo, no sentido de que o país está menos credor em relação ao exterior. Ora, o que isso significa? Significa que o fluxo de estrangeiros (entrada de estrangeiro) é maior do que o fluxo de residentes (saída de residentes). Esse resultado negativo

da conta líquida na contabilização do BPM6, estará indicando essa diferença e que está havendo uma entrada líquida de recursos.

Nesse capítulo e no próximo, analisaremos a dinâmica da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos de países periféricos selecionados, sendo que utilizaremos os dados do FMI (IFS/BOP), BPM6 em bases trimestrais. Ainda assim, a apresentação dos gráficos se fará utilizando-se a perspectiva mais intuitiva para a compreensão dos dados. Usaremos a “lógica” do BPM5: sinal (+) para a entrada de recursos e sinal (-) para a saída. Tais sinais serão utilizados para os fluxos de ativos e passivos, como também para os resultados líquidos.

Dessa forma, como a metodologia BPM6 apresenta o “ponto de vista do agente”, entre agentes residentes (ativos) e agentes estrangeiros (passivos), para apresentar um resultado mais intuitivo dos movimentos dos fluxos, é necessário multiplicar por menos um (-1) os fluxos de ativos. O objetivo é o de esclarecer o aumento dos ativos no BPM6 está significando uma saída de capitais e visualmente nos gráficos aparecerá como um fluxo negativo (no sentido da saída de capitais do país). O mesmo não será feito para o caso dos passivos líquidos, pois seus aumentos apresentam o sentido da entrada de capitais. Outra modificação é a multiplicação por menos um (-1) dos resultados líquidos, uma vez que seus resultados apresentam uma leitura intuitiva dos movimentos de entradas e saídas de capital na a análise gráfica.

Se trata de um cuidado metodológico para a melhor compreensão dos movimentos uma vez que os dados obtidos pelo BPM6 mostram que quando os ativos mostram resultado positivo, isso significa que houve uma saída de capital do país por parte dos residentes, e, por outro lado, quando os passivos apresentam resultados positivos esses indicam um aumento da entrada de capitais de estrangeiros no país.

Outro ajuste de apresentação que será feito para melhor compreensão é o de que, para o caso da Conta Financeira, consideraremos a somatória de ID, IC, Der, OI, que é o formato que se utilizava até a versão BPM5. No caso do BPM6 as Reservas estão junto na Conta Financeira, sendo que não aparecem mais no “abaixo da linha”. Nessa nova versão, não aparece o resultado do Balanço De Pagamentos autônomo, sendo que as Reservas entram diretamente na Conta Financeira. Dessa Forma, o resultado da Conta Financeira nesse novo formato acaba tendo quase o mesmo resultado do que Transações Correntes. Mais uma vez, para uma compreensão

intuitiva, consideraremos como Conta Financeira, a somatória das subcontas que a compõem em termos de fluxos autônomos.

Considerando essa explicação metodológica inicial, neste capítulo realizaremos um estudo sobre a dinâmica dos fluxos financeiros dirigidos aos países periféricos selecionados (Brasil, Rússia, Turquia, Coréia do Sul e Nigéria), a partir da análise da composição da Conta Financeira de seus balanços de pagamentos.

Destaque-se que, dentre os países periféricos consta também a Coréia do Sul que, mesmo sendo considerada como uma “economia avançada” pela classificação do FMI (que considera o conceito de renda média per capita), será considerada por nós também como país periférico. O sentido é o de que mesmo considerando seu avanço de PIB, ainda é uma economia subordinada, tendo também uma moeda subordinada, sofrendo da dinâmica particular destacada no primeiro capítulo.

Em nosso sistema de análise, a Coréia do Sul faz parte dos países que ocupam uma posição subordinada em relação à dimensão hierárquica das moedas, uma vez que não possui um ativo monetário conversível e “forte”, no sentido de sua aceitação como liquidez.

Esclarecidos esses aspectos, nesse capítulo analisaremos os fluxos da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos dos países periféricos organizados por grandes regiões, segundo a classificação do FMI, articulando essa questão à dinâmica da liquidez internacional, que será descrita. Nos próximos capítulos, por outro lado, analisaremos a dinâmica da Conta financeira dos países selecionados até o “terceiro nível de abertura”.

Nesse sentido, serão analisados os fluxos líquidos das grandes Rubricas componentes da conta financeira, seguindo a metodologia citada acima: ID, IC, Der, OI. Ademais, cada uma dessas contas será aberta, separando-se os fluxos de ATIVOS (Residentes) e PASSIVOS (Estrangeiros), destacando os movimentos de ambos, e observando em quais países os PASSIVOS são maiores do que os ATIVOS. A nossa hipótese é a de que em mercados financeiros mais complexos e/ou em que há um grande potencial de rentabilidade, a tendência é a de que os PASSIVOS sejam maiores que os ATIVOS, no sentido de que os RESIDENTES tendem a ficar mais no mercado doméstico para a geração de valorização (CORRÊA, 2006). Ademais, os Estrangeiros (PASSIVOS) serão atraídos por esse potencial de rentabilidade nos

períodos de liquides. Outra hipótese é a de que nos países em que há um mercado de capitais e um mercado monetários dinâmicos e geradores de grande rentabilidade a tendência é a de que a conta Outros Investimentos (que congrega os empréstimos bancários) tenha menor importância, em comparação com Investimentos em Carteira. Já a conta de Investimentos Diretos, deve ser aquela que atrai mais capital. No entanto, destacamos que ela, também, significa a compra de ações (tal como parte da conta de Investimentos em Carteira).

Após isso, efetuaremos uma análise mais detalhada dos fluxos de estrangeiros (PASSIVOS), sendo que as grandes contas citadas também serão mais abertas, para o caso dos Estrangeiros, chegando ao que chamamos de “Terceiro Nível de Abertura” da Conta Financeira¹⁶ (Corrêa, 2005, 2006), e seguindo o Quadro 3:

Quadro 3 – Composição da Conta Financeira dos Balanços de Pagamentos

Investimento Direto (ID) (1º nível)	Investimento em Carteira (IC) (1º nível)	Outros Investimentos (OI) (1º nível)	Derivativos (Der) (1º nível)
Estrangeiros (2º nível) <u>(3º nível)</u> <ul style="list-style-type: none"> Participação do K e fundos de I Instrumentos de dívida (empréstimos intercompanhias) 	Estrangeiros (2º nível) <u>(3º nível)</u> <ul style="list-style-type: none"> Ações Títulos de renda fixa e fundos de I 	Estrangeiros (2º nível) <u>(3º nível)</u> <ul style="list-style-type: none"> Empréstimos (instrumentos de dívida) Outros (aqui está também moeda e depósitos) 	Estrangeiros (2º nível) <u>Residentes(2º nível)</u>
Residentes (2º nível) <u>(3º nível)</u> <ul style="list-style-type: none"> Participação do K e fundos de I Instrumentos de dívida (empréstimos intercompanhias) 	Residentes (2º nível) <u>(3º nível)</u> <ul style="list-style-type: none"> Ações Títulos de renda fixa e fundos de I 	Residentes (2º nível) <u>(3º nível)</u> <ul style="list-style-type: none"> Empréstimos (instrumentos de dívida) Outros aqui está também moeda e depósitos 	

2.3 Metodologia para o estudo da volatilidade

Como vimos anteriormente as economias periféricas passaram por períodos de forte instabilidade financeira e monetária nas últimas duas décadas, de modo que é importante para a continuidade de nosso trabalho avaliar quais foram os fluxos mais importantes que contribuíram para a volatilidade da Conta Financeira destes países

¹⁶ Nos capítulos 4 e 3 serão realizadas as análises em torno dos fluxos de recursos financeiros do Balanço de Pagamento dos países de acordo com seus níveis de abertura, mas deixaremos de lado a rubrica dos Derivativos Financeiros em decorrência aos seus baixos volumes apresentados frente aos demais fluxos.

periféricos selecionados durante o período 2003-2019. Dessa forma, esta seção terá como principal objetivo realizar um estudo sobre a variância dos fluxos componentes da Conta Financeira para levantar quais rubricas, e em quais níveis de abertura, foram mais importantes na determinação da vulnerabilidade financeira.

O estudo que será realizado referente à volatilidade, parte da metodologia proposta por Neder e Corrêa (2009), para o estudo da volatilidade financeira em países selecionados a partir de uma metodologia voltada à análise da volatilidade ponderada. A metodologia analisa a volatilidade da Conta Financeira (considerando a variância) e observando quais foram as subcontas que mais contribuíram para essa variância.

Conforme vimos na metodologia da presente dissertação, o “primeiro nível de abertura da Conta Financeira” é composto por suas quatro principais subcontas: os Investimentos Diretos (ID), os Investimentos em Carteira (IC), os Derivativos Financeiros (DF) e os Outros Investimentos (OI). Portanto, temos que o primeiro nível de abertura se apresenta de acordo com a seguinte forma contábil:

$$CF = ID + IC + DF + OI \quad (1)$$

De acordo com a mesma perspectiva, o segundo nível de abertura é composto pelos oito subfluxos de cada uma das subcontas principais. Neste nível de abertura se apresenta o detalhamento dos fluxos de recursos entre ativos e passivos, ou seja, a composição de recursos de residentes (ativos) e estrangeiros (passivos), de forma que temos: Investimentos Diretos Ativos (IDA), Investimentos Diretos Passivos (IDP), Investimentos em Carteira Ativos (ICA), Investimentos em Carteira Passivos (ICP), Derivativos Financeiros Ativos (DFA), Derivativos Financeiros Passivos (DFP), Outros Investimentos Ativos (OIA) e Outros Investimentos Passivos (OIP):

$$CF = IDA + IDP + ICA + ICP + DFA + DFP + OIA + OIP \quad (2)$$

Por fim, o terceiro nível de abertura compõe os subfluxos destacados acima e apresenta o detalhamento das aplicações realizadas. Assim, conseguimos obter as seguintes rubricas: IDA (Ações e Fundos de Investimentos), IDA (Instrumentos de Dívida), IDP (Ações e Fundos de Investimento), IDP (Instrumentos de Dívida), ICA (Ações e Fundos de Investimento), ICA (Instrumentos de Dívida), ICP (Ações e

Fundos de Investimento), ICP (Instrumentos de Dívida), Derivativos Financeiros (DF), OIA (*Other Equity*), OIA (Instrumentos de Dívida), OIP (*Other Equity*), OIP (Direitos Especiais de Saque) e OIP (Outros Instrumentos de Dívida):

$$CF = IDAAF + IDAID + IDPAF + IDPID + ICAAF + ICAID + ICPAF + ICPIP + DF + OIAOE + OIAID + OIPOE + OIPDES + OIPOID \quad (3)$$

De acordo com Neder e Corrêa (2009), a variância total é igual à soma das variâncias individuais de cada uma das subcontas e somada ao componente formado pelo dobro das covariâncias de cada um dos pares de subcontas que compõe cada um dos níveis de abertura da Conta Financeira. Sob a perspectiva da Conta Financeira, a variância total será igual ao somatório das variâncias dos subfluxos que a compõe somado à duas vezes a covariância de cada par destes subfluxos, assim sendo, o mesmo deve ser aplicado para cada um dos níveis de abertura apresentados anteriormente. Assim, apenas como uma simplificação, apresentaremos a demonstração do primeiro nível de abertura, contudo, o mesmo será realizada para os demais níveis:

$$\begin{aligned} var(CF) = & var(ID) + var(IC) + var(DF) + var(OI) + 2 \times covar(ID, IC) + \\ & 2 \times covar(ID, DF) + 2 \times covar(ID, OI) + \dots + 2 \times covar(OI, DF) \end{aligned} \quad (4)$$

Genericamente, se $y = \sum_{i=1}^n X_i$, temos que:

$$var(y) = \sum_{i=1}^n var(X_i) + 2 \sum_{i < j} covar(X_i X_j) \quad (5)$$

Nesse sentido, conforme destacam Neder e Corrêa (2009), a variância deste fluxo total não dependerá apenas das somas dos fluxos individuais, mas também de como estes se correlacionam. Os pares de fluxos podem se correlacionar tanto positivamente como negativamente, na medida em que tendem a aumentar ou reduzir a variância do fluxo total. Essa abordagem nos permite identificar quais foram os componentes da Conta Financeira que contribuíram mais fortemente para a elevação do fluxo principal, considerando os maiores valores dos fluxos componentes principais como também as maiores grandezas referentes ao dobro da covariância dos demais fluxos. No caso do primeiro nível de abertura:

$$contribuição(X_1) = var(X_1) + (cov(X_1, X_2) + cov(X_1, X_3) + cov(X_1, X_4))$$

$$\text{contribuição (}X_2\text{)} = \text{var (}X_2\text{)} + (\text{cov}(X_2, X_1) + \text{cov}(X_2, X_3) + \text{cov}(X_2, X_4))$$

$$\text{contribuição (}X_3\text{)} = \text{var (}X_3\text{)} + (\text{cov}(X_3, X_1) + \text{cov}(X_3, X_2) + \text{cov}(X_3, X_4))$$

$$\text{contribuição (}X_4\text{)} = \text{var (}X_4\text{)} + (\text{cov}(X_4, X_1) + \text{cov}(X_4, X_2) + \text{cov}(X_4, X_3))$$

A somatória de todas as contribuições nos fornece, então, a variância total que corresponde à Conta Financeira. Porém, mais importante que encontrar a variância total do fluxo da Conta Financeira é extrair a contribuição relativa das categorias dos fluxos que contribuem para a variância total da Conta Financeira. Para se alcançar esse valor da contribuição relativa dos fluxos, ou seja, seu impacto na variância, devemos dividir o valor da contribuição de cada um dos fluxos pelo valor da variância total da Conta Financeira.

Além deste cálculo do impacto dos fluxos na variância total, também realizamos o cálculo da volatilidade ponderada para cada uma das rubricas, em seus três níveis de abertura financeira. Assim, seguindo a metodologia utilizada de Neder e Corrêa (2009), a volatilidade ponderada é obtida através da multiplicação dos coeficientes de variação dos fluxos financeiros pela participação nos saldos médios de cada uma das rubricas. Então, apresentaremos um conjunto de indicadores complementares, como o desvio-padrão de cada rubrica; o número de saldos trimestrais com valores negativos (N^*), ou seja, a saída líquida de capitais; e o valor médio dos saldos trimestrais negativos.

A ideia por trás destes indicadores é demonstrar quais foram as rubricas que mais sofreram com saídas de capitais de modo a impactar na redução das reservas internacionais e na sustentabilidade das contas externas. A análise destes indicadores é complementar à volatilidade ponderada, pois ajudam a expor a dinâmica dos fluxos de passivos, uma vez que estes estão determinados por fatores que fogem ao controle interno dos países.

Assim, a metodologia indicada servirá para observar quais foram os fluxos componentes da Conta Financeira até o terceiro nível de abertura, que mais contribuíram para a volatilidade da Conta Financeira. Outros estudos já se utilizaram dessa metodologia, citamos Almeida (2016), Pereira (2015) e Souza (2021).

2.4 O estudo da periodicidade da liquidez internacional e dos fluxos de recursos dirigidos aos países periféricos nos anos 2000

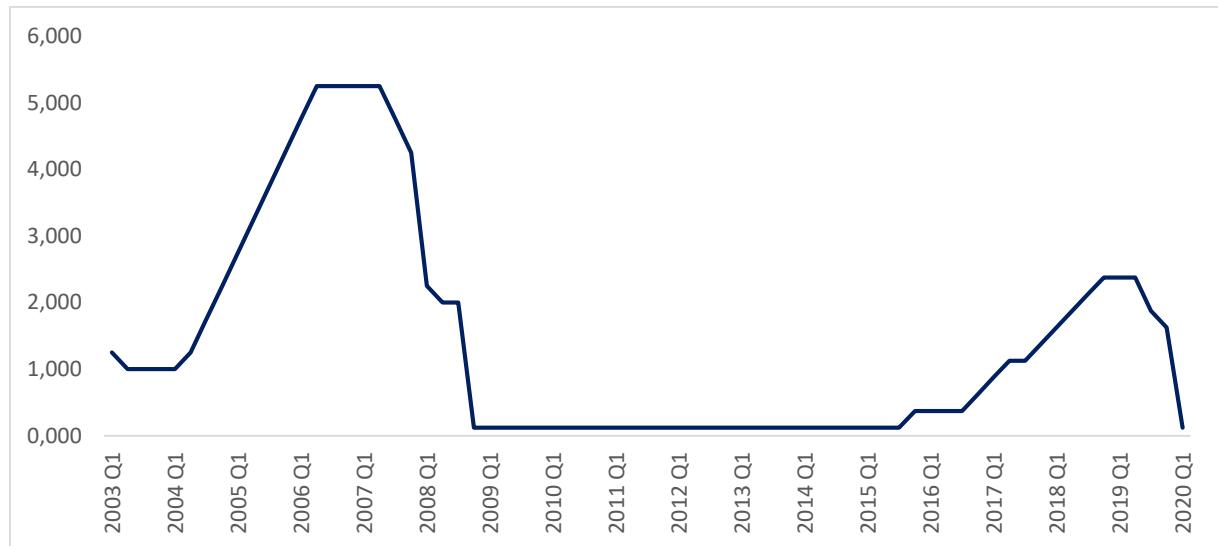
2.4.1 O ciclo de expansão da liquidez internacional entre 2003 e 2007

A economia mundial entrou em uma nova fase de crescimento entre os anos de 2003 e 2008, período no qual os países obtiveram condições favoráveis de liquidez nos mercados financeiros internacionais e um forte dinamismo comercial puxado pelo vigoroso crescimento industrial dos países periféricos asiáticos. Esta fase de liquidez se caracterizou por crescimento no “apetite pelo risco” por parte dos investidores, que se transformou em um crescimento do comércio e dos fluxos financeiros direcionados tanto aos países asiáticos como também aos países periféricos da América Latina e Europa. Já no caso dos países centrais, se observou um crescimento das transações financeiras em decorrência do avanço no processo de engenharia financeira ligadas à securitização de recebíveis e esquemas de proteção nos mercados futuros, de modo que essa expansão se transformou em aumentos expressivos na disponibilidade de crédito às famílias e setores como o da construção civil (SOUZA & CORRÊA, 2018). Isto posto, argumentamos aqui que esta fase se tratou de um período de crescimento nos fluxos financeiros internacionais devido à ampla facilidade de acesso aos recursos e procura por oportunidades de aplicações mais rentáveis.

Este ciclo de expansão da liquidez internacional teve início com um movimento de redução das taxas de juros norte-americanas no início de 2001 e também seguido da queda dos indicadores de risco, em destaque o índice VIX¹⁷. Nesta fase foi possível observar um crescimento da economia mundial acompanhado de uma situação na qual as contas públicas e dívida externa dos países encontravam-se ajustados, sendo caracterizado por uma fase de expansão e relativa estabilidade econômica. Mesmo assim, ao longo do período ainda houveram fases de retração e reversão dos fluxos financeiros em decorrência de mudanças na trajetória da política monetária norte-americana.

¹⁷ O índice VIX é um indicador da volatilidade implícita das opções de venda da SP&E 500, extraído pelo *Federal Reserve* pelo *Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index*.

Gráfico 1: Taxa de juros básica dos Estados Unidos (*Federal Funds Rate – Federal Open Market Committee*) – dados trimestrais em porcentagem



Fonte: Elaboração própria a partir de dados retirado do Ipeadata.

A partir do primeiro trimestre de 2004, observa-se uma mudança na trajetória das política monetária norte-americana que desencadeou um movimento de venda de papéis nos países periféricos com o intuito de retornar às aplicações em dólar nestes mercados financeiros centrais (CORRÊA & XAVIER, 2013). O gráfico 1 nos apresenta essa tendência de crescimento paulatino entre o início de 2004 e o primeiro trimestre de 2006, quando as taxas de juros se estabilizaram em um mesmo patamar. Durante essa fase de juros constantes nos Estados Unidos, os mercados ainda se mantinham na expectativa de que haveriam novas elevações dos juros para conter possíveis acelerações inflacionárias no país, o que provocou uma realocação nas carteiras de investimentos dos investidores e contração na liquidez dos mercados internacionais.

Contudo, a partir do segundo semestre de 2006 as expectativas em torno das taxas de juros norte-americanas passam a se consolidar na ideia de que a elevação havia se encerrado e a trajetória seguinte seria de uma queda contínua das mesmas nos próximos meses. Essa reversão de expectativas, e consequentemente a queda da taxa de juros norte-americana, provocou uma nova onda de “surto de recursos” de

modo a desencadear uma forte expansão dos recursos financeiros direcionados aos países periféricos, processo que seria interrompido somente após a crise do *subprime*.

Segundo Almeida (2016), no decorrer desta fase de expansão da liquidez nos mercados internacionais devem ser destacados três aspectos importantes referentes às características no movimento dos capitais financeiros. Em primeiro lugar, destaca-se o forte crescimento do volume de recursos e o aumento da participação de fluxos com viés de curto prazo em grande parte dos países periféricos. Em segundo lugar, a mudança de trajetória da taxa de juros norte-americana foi determinante para mudar as expectativas dos investidores internacionais no grau em que se deu o “apetite pelo risco” e, consequentemente, à “fuga para a qualidade” tão característica dos capitais especulativos de curto prazo. E, por fim, o crescimento da integração dos mercados, por conta do avanço do volume dos recursos vinculados a capitais com viés de curto prazo e que podem reverter-se a partir de fatores conjunturais.

Dessa forma, o período que se estendeu de 2003 a 2007 é caracterizado como uma fase de intenso crescimento da liquidez nos mercados internacionais e expansão dos fluxos financeiros como um dos componentes que contribuíram para o dinamismo da atividade econômica nestes anos. Tratou-se um período de expansão exacerbada do crédito, forte emissão de títulos de dívidas e estruturas de alavancagem financeira ligadas à novas engenharias do mercado e crescimento das operações em mercados de derivativos, de modo a engendrar uma dinâmica financeira com posturas cada vez mais especulativas e propensas à instabilidade (CORRÊA & PEREIRA, 2016). Tanto que estas posturas de alavancagem especulativas se tornaram um dos componentes principais do processo de desestabilização do sistema financeiro internacional, a partir do início da crise do *subprime* nos Estados Unidos e o contágio aos demais países.

2.4.2 O agravamento da crise do *subprime* e a reversão dos fluxos financeiros

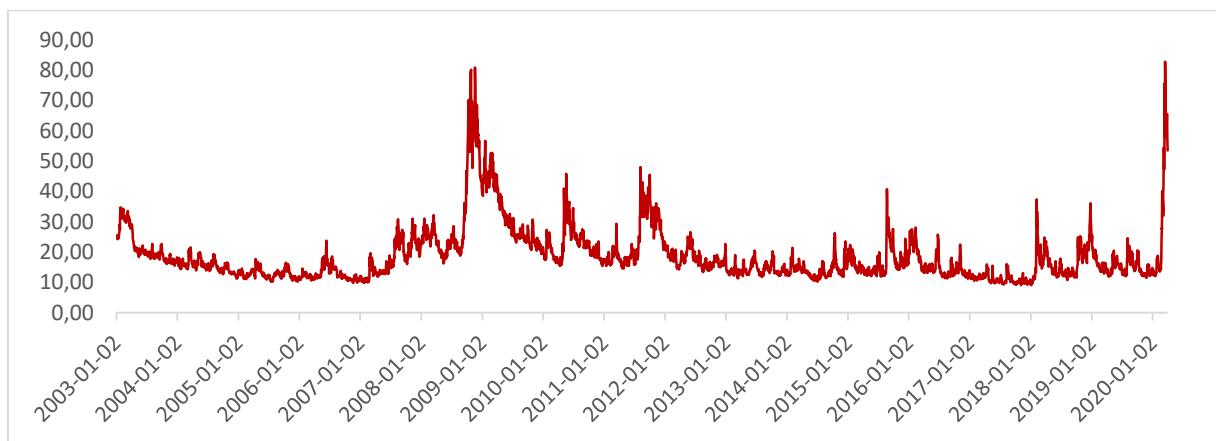
A fase de rápida expansão da economia mundial com condições amplamente favoráveis de liquidez nos mercados internacionais passou por uma inflexão resultante da falência de grandes instituições financeiras nos Estados Unidos e agravamento da crise do *subprime* logo a partir do segundo semestre de 2007, estendendo sua fase mais aguda até o início de 2009. Durante este período houve uma grande instabilidade

nos mercados mundiais que se refletiu no fraco desempenho econômicos dos países centrais e por uma forte retração da liquidez internacional.

Houve uma virtual paralisação no direcionamento de créditos bancários após a queda do Lehman Brothers, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior, com destaque para a retração dos investimentos em carteira, em um contexto de crescente aversão ao risco; a queda dos fluxos de investimentos diretos externos diante da desaceleração nos países avançados e a redução das transferências unilaterais de imigrantes (ALMEIDA, 2016).

De acordo com Corrêa e Pereira (2016), o período que se estende do início da crise do *subprime* até o primeiro semestre de 2009 se caracteriza como uma fase de retração de recursos financeiros e de “fuga para a qualidade”, tornando-se evidente uma tendência de forte saída de capitais dos mercados periféricos em busca de ativos denominados de “moedas fortes” dentro das economias centrais.

Gráfico 2: Índice VIX (*Chicago Board Options Exchange Volatility Index*) em dados diários



Fonte: Elaboração própria a partir de dados retirados do CBOE.

Conforme os efeitos de contágio financeiro se espalham com o desenrolar da crise a partir de 2007, podemos observar a tendência de aumento da aversão ao risco por parte dos investidores frente ao contexto de forte instabilidade e desaceleração do crescimento das economias centrais. O aumento da percepção geral de aumento dos riscos envolvidos nos investimentos financeiros se refletiu em uma considerável queda nos recursos dirigidos aos países periféricos, em troca de melhorias condições de segurança e confiabilidade das aplicações nos países centrais.

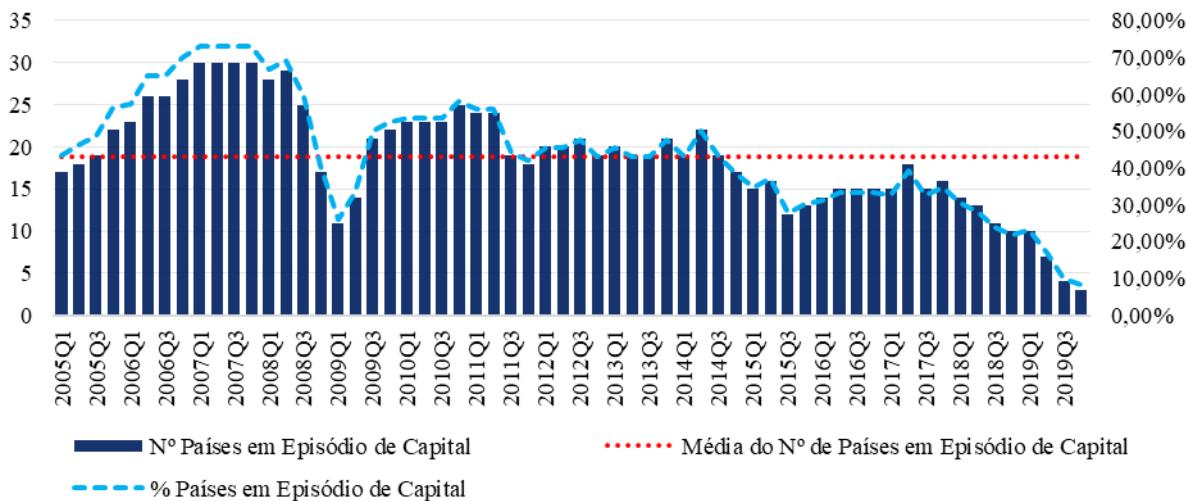
De modo que os fluxos financeiros iriam somente se recuperara a partir do segundo semestre de 2009, quando o governo norte-americano decidiu por adotar medidas de *quantitative easing* em resposta ao colapso de seus mercados financeiros. Fazendo com que os mercados financeiros internacionais passassem a operar com maior liquidez.

2.4.3 A inflexão da política monetária norte-americana e a expansão da liquidez

Para melhor compreender a dinâmica da periodicidade dos Ciclos de Liquidez internacional é importante analisarmos os fenômenos dos *Surtos de Capitais* e os *Episódios de Capitais*, como foram apresentados pela metodologia de Souza (2021) como indicadores para a sinalização se nos períodos em questão houve, ou não, um movimento de “entradas excessivas” de capitais em cada país. O cálculo deste índice de liquidez é feito com base nas informações trazidas pelo segundo nível de abertura das rubricas da Conta Financeira, enfatizando a participação dos fluxos de passivos (estrangeiros). Assim sendo, os Ciclos de Liquidez constituem-se de períodos em que ocorrem *Episódios* de entrada de capitais em um número significativo de países em desenvolvimento, de forma que estes *Episódios* são constituídos por um conjunto de *Surtos* de recursos (SOUZA, 2021).

De acordo com o autor, os *Surtos* correspondem a um único período no qual se verifica uma grande entrada de capitais, quando essa entrada apresenta um valor maior do que a tendência de longo prazo da Conta Financeira Passiva do respectivo país em um desvio-padrão e maior que 1,5% do PIB anual desta economia. Já o caso de um *Episódio de Capital* consiste em um conjunto de *Surtos*, sobretudo, quando há *Surtos* consecutivos, de modo que na ocorrência de trimestres seguidos, quatro ou mais trimestres, com todos os saldos positivos tal movimento de capitais constituirá um *Episódio*. De tal forma que, o final de um *Episódio* ocorre quando o fluxo da Conta Financeira Passiva for menor que 1% do PIB (SOUZA, 2021). O autor considera que os períodos de alta nos Ciclos de Liquidez são constituídos de períodos em que há um número significativo de países emergentes e em desenvolvimento em condições de *Episódios de Capital*.

Gráfico 3: Número de países periféricos em *Episódio de Capitais*



Fonte: Souza (2021)

Quando analisamos o número de países periféricos em “episódios de capital”, seguindo a metodologia apresentada por Souza (2010), podemos observar que o forte movimento conjunto de ingresso de recursos entre 2005 e 2007 e a redução destes episódios a partir do final de 2007 e aprofundando-se essa queda a partir do segundo semestre de 2008. De outra parte, se observa que desde o final de 2009, indo até o segundo semestre de 2011, há um novo “surto”, no sentido de que há nesta fase um grande número de países periféricos volta a ter “episódios” de capitais.

De fato, depois do aprofundamento da crise do *subprime*, os Estados Unidos implementaram a política de *quantitative easing*, responsável por injetar liquidez em circulação e reduz drasticamente as taxas de juros norte-americanas, sendo que em paralelo, o Tesouro norte-americano efetiva uma política de expansão fiscal.

Essas ocorrências revertem a liquidez internacional, sendo possível observar, novamente, o relaxamento na “preferência pela liquidez” e parte importante dos fluxos de capitais volta a ter “preferência pelo risco”. Nessa fase, grande número de países periféricos volta a ter, como vimos, uma forte retomada de recursos, considerando que vários deles efetuaram políticas anticíclicas, capazes de suavizar a desaceleração de suas respectivas economias no período observado. Este interregno de alta liquidez se estende do terceiro trimestre de 2009 ao segundo trimestre de 2011.

Assim, vemos que apesar da severidade dos impactos causados pela crise financeira de 2007-08 a liquidez internacional tornou-se a expandir a partir do segundo

semestre de 2009 com as medidas de combate aos impactos financeiros promovido pelo governo norte-americano, a decisão deste em adotar uma política monetária expansionista foi responsável pelo início de um novo ciclo de expansão da liquidez nos mercados internacionais que duraria até o segundo semestre de 2011.

A inflexão da política monetária norte-americana se apoiava em dois pilares, a redução das taxas de juros como instrumento de estímulo aos investimentos e ao consumo das famílias aliada à uma injeção de liquidez no mercado doméstico com o intuito de garantir a solidez de seus mercados financeiros. Este conjunto de medidas ficou conhecido como *quantitative easing* e acabou sendo um importante instrumento de política monetária utilizado não só pelo *Federal Reserve* mas também por todos os principais bancos centrais do mundo, como o Banco Central Europeu, o Banco da Inglaterra e o Banco do Japão (SOUZA & CORRÊA, 2018). Assim sendo, o movimento de redução das taxas de juros internacionais e grande injeção de liquidez fizeram com que o comportamento dos investidores institucionais de “apetite pelo risco” voltasse a dominar os fluxos financeiros, na medida em que estes capitais com viés de curto prazo passaram a buscar a maior rentabilidade possível através dos diferenciais das taxas de juros ofertadas pelas economias periféricas.

Outro aspecto importante para este novo ciclo de expansão da liquidez e dos fluxos financeiros internacionais foi o caráter altamente volátil e expectacional de uma parte destes capitais que se dirigiam aos países periféricos, partindo do pressuposto que não foi somente a injeção de liquidez no mercado financeiro norte-americano a única razão a influenciar as decisões dos agentes, mas o próprio anúncio das medidas já promoveu movimentos importantes de recursos (SOUZA & CORRÊA, 2018).

Dessa forma, podemos observar que a expansão da liquidez internacional se deu, concomitantemente, com a melhora dos indicadores referentes às expectativas conjunturais, sobretudo, o índice VIX. Podemos então observar através do gráfico 2 uma forte e contínua tendência de redução das percepções do mercado sobre as aplicações financeiras nos mercados internacionais logo em 2009, juntamente ao movimento de expansão dos recursos dirigidos aos países periféricos.

De acordo com Almeida (2016), é importante notar que o surte de expansão de recursos financeiros aos países periféricos se dá enquanto as condições dos países europeus continuavam precárias, uma vez que com o movimento das taxas de juros

nos países centrais se aproximando a valores próximos a zero tornava a opção dos investimentos em países periféricos de maior diferencial mais atrativos. Além do mais, os recursos financeiros passaram a direcionar-se às economias periféricas devido ao dinamismo econômico apresentado durante o período, sobretudo, para os países que mantiveram o crescimento baseado nas medidas anticíclicas de combate aos efeitos da crise de *subprime*, pois a percepção da retomada do crescimento mais acelerado desses países os tornava ainda mais atrativos aos investidores institucionais¹⁸.

Neste período, também se destacam os volumes de recursos direcionados aos investimentos em carteira, em ações e títulos de renda fixa, que apresentaram maior protagonismo nas aplicações financeiras do que em períodos anteriores. Desse modo, a forte integração entre os mercados e domínio de capitais com viés especulativo foi crescendo, especialmente, para o caso dos países periféricos. Como consequência do excesso de recursos ingressantes se observa o crescimento da conta de serviços, destacando o peso exercido sobre o resultado da conta corrente dos pagamentos de juros e remessas de lucro (ALMEIDA, 2016).

2.4.4 Reversão da liquidez com aprofundamento da crise dos Bancos na zona do Euro

Contudo, em meados de 2011 o ciclo de expansão da liquidez internacional já apresentava sinais de desaceleração expressos pelos problemas enfrentados pelas instituições financeiras europeias, que enfrentavam problemas de solvência e não conseguiam honrar com seus compromissos, e a perda de dinamismo por parte dos países periféricos, que passaram a apresentar sinais de desequilíbrios inflacionários e superaquecimento da economia. De modo que esse conjunto de fatores passou a indicar uma retração de recursos que pode ser observada através da piora do índice VIX no período, indicando uma mudança tanto na percepção dos riscos quanto dos “humores de mercado” que se traduziriam em um comportamento mais conservador por parte dos investidores institucionais (SOUZA & CORRÊA, 2018).

¹⁸ Almeida (2016) ainda argumenta que as políticas de austeridade e ajuste econômico implementadas nos países europeus acabou engendrando o crescimento do desemprego, queda dos salários reais e, em geral, dificuldade para articular uma retomada do dinamismo econômico.

Como vimos anteriormente, após o surto de recursos decorrente da expansão de liquidez no pós-crise de 2008 houve um processo de perda de dinamismo de um grupo de economias periféricas ao mesmo tempo que os bancos europeus passavam por graves problemas de solvência. Sendo assim, a percepção do mercado frente ao panorama de crescente incerteza também foi de um aumento dos riscos envolvidos em aplicações financeiras, operando um movimento de “fuga para a qualidade” que significou um redirecionamento de recursos dos países periféricos.

Sendo assim, a percepção do “mercado” frente ao panorama das crescentes incertezas também foi de que estava ocorrendo um aumento dos riscos envolvidos em aplicações financeiras, operando um movimento de “fuga para a qualidade” que significou um redirecionamento de recursos dos países periféricos nesse interregno da problematização dos bancos europeus, fazendo com que o agravamento da crise na zona do Euro e os impactos continuados da crise financeira revelaram ser os fatores determinantes para a contração da liquidez mundial.

Segundo Almeida (2016), no último trimestre de 2011 os bancos europeus, com alta exposição à dívida dos países da zona do euro que entraram em crise, apresentaram grande dificuldade de obtenção de recursos para sanar seus balanços, em um momento em que estes recursos se fariam necessários em vista do estabelecimento de uma nova legislação para as instituições financeiras operando na Europa. Se tratou de um momento em que a possibilidade de haver um processo de desalavancagem por parte dos bancos era bastante concreto, que poderia ser revertida em uma forte retração do crédito aos países da região o que, por sua vez, causou uma deterioração geral das expectativas dos mercados quanto aos rumos da dinâmica desses países¹⁹.

Foi então que o Banco Central Europeu e os Bancos Centrais das economias centrais decidiram por implementar medidas de flexibilização quantitativa no mercado financeiro europeu com o intuito de evitar uma crise bancária generalizada, podendo resultar em efeitos de contágio perigosos para a recuperação econômica dos países centrais, e através de uma injeção de liquidez promover uma melhora na percepção dos riscos envolvidos para as aplicações em tais mercados. A partir desta decisão se

¹⁹ De acordo com Almeida (2016), a partir desta reversão das expectativas houve um aumento no custo das linhas de crédito de curto prazo e, consequentemente, a retração de recursos dirigidos aos países periféricos.

pode observar uma mudança nas expectativas dos investidores como também de todo o “ambiente de risco” frente à resolução dos problemas de solvência dos bancos²⁰.

Com a redução dos indicadores de risco referentes ao cenário dos mercados financeiros internacionais houve também um movimento de retorno ao “apetite pelo risco” no início de 2012.

2.4.5 Período 2012Q2 a 2015, o retorno da instável liquidez internacional

Em termos de análise de periodicidade, segundo Corrêa e Souza (2018), após os bancos europeus terem sido socorridos, abre-se uma nova fase de liquidez, 2012 a 2015Q1, mas de intensidade menor do que o interregno imediatamente anterior e com grande volatilidade. Como dito, essa ainda é uma fase de liquidez, mas aí vários fatores destacam já uma importante problematização sobre as economias periféricas. Corrêa e Souza (2018), destacam:

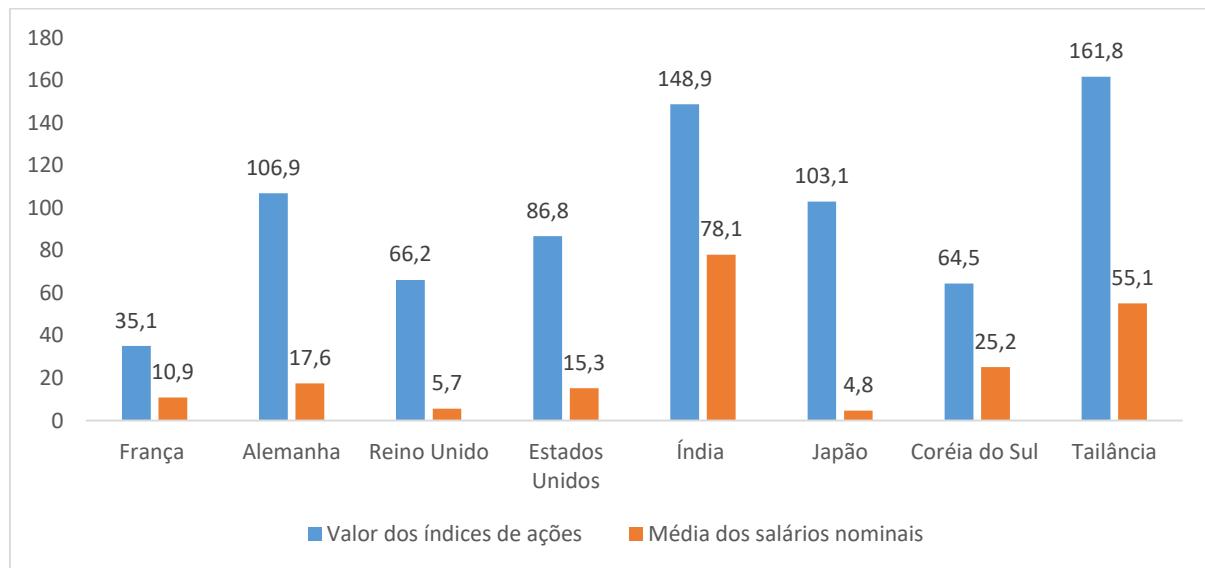
- A demanda relativamente reprimida da Europa e dos Estados Unidos e a expansão modesta dos fluxos de comércio internacional²¹;
- A redução do ritmo de crescimento de vários países periféricos;
- A não-expansão efetiva dos preços das *commodities*;
- A existência de pressões altistas sobre diversas bolsas de valores, com impactos inflacionários²²;
- A indicação da mudança da política monetária norte-americana em 2013, quando se anuncia o fim dos estímulos de liquidez e a futura queda da taxa de juros norte-americana.

²⁰ Dentre as medidas pode-se observar a abertura de uma linha de crédito no valor de 1 trilhão de euros pelo Banco Central Europeu e também uma melhora das condições de crédito, sobretudo, com a ampliação de prazo para os swaps cambiais e derivativos, reduzindo o custo desses (ALMEIDA, 2016).

²¹ Os relatórios do *Trade and Development Report* (TDR) da Unctad dos anos 2017 e 2018, destacam essa questão. Por um lado, o baixo crescimento da Europa por conta das políticas de austeridade adotadas e o crescimento não vigoroso dos Estados Unidos. Destacam ainda o fato de que os Estados Unidos terem deixado de centrar-se na “missão” de serem a grande fonte de demanda mundial. Observa-se a expansão pouco vigorosa de suas importações. Paralelamente, os países europeus não se colocam como locomotiva do comércio mundial. Aliás, a dinâmica das exportações alemãs continua forte em comparação ao mundo. Os países que apresentam avanço relativo são a China e a Índia, que não podem ser considerados grandes alavancas do comércio.

²² A existência de pressões altistas sobre diversos mercados de capitais também é levantada pelos relatórios do TDR da Unctad. A forte liquidez internacional, provocando grande movimento de compras em mercados acionários e provocando o crescimento dos índices bursáteis destes mercados. Isso indicava um aumento do preço das ações, repercutindo sobre o preço dos ativos e sobre preços internacionais.

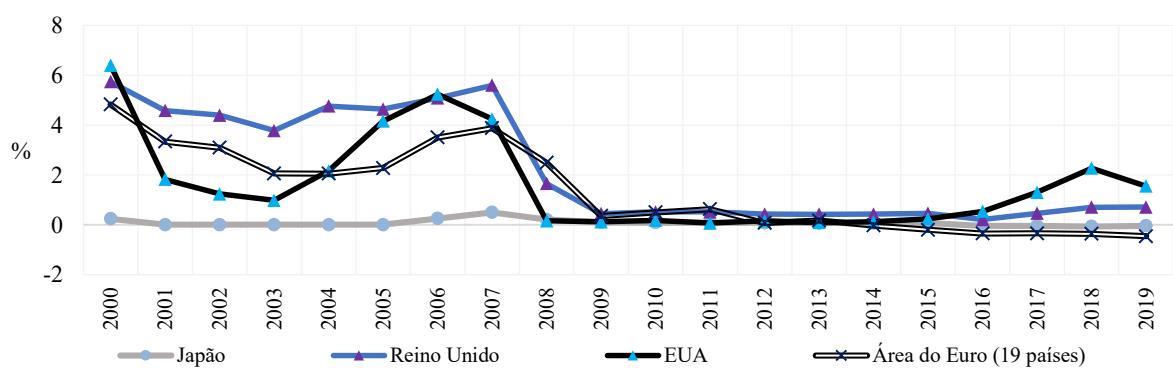
Gráfico 4: Valorização do mercado de ações e aumento dos salários nominais em economias selecionadas entre 2009 e 2015 (variação percentual)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da UNCTAD (2018).

Ou seja, esse é um interregno de expansão de liquidez, com a queda das taxas de juros dos Estados Unidos e dos países centrais (Gráfico 4) e com a redução da “percepção de risco”, medida pelo índice VIX (Gráfico 2) mas também se observa uma maior instabilidade, sobretudo, após 2012-13.

Gráfico 5: Taxas de juros imediatas, *Call Money*, Taxa de Interbancário para os países centrais no período 2000 a 2019 (em % a.a.)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da OCDE.

O retorno da liquidez internacional associado à manutenção dos baixos patamares das taxas de juros nos países centrais promoveu uma melhora conjuntural responsável por um novo ciclo de investimentos, mais uma vez, voltados aos países

periféricos que dispunham de maiores diferenciais de juros para serem explorados pelos capitais com viés de curto prazo.

Contudo, a partir de 2012 houve uma mudança na dinâmica do crescimento econômico dos países centrais e periféricos. Enquanto parte das economias centrais entravam em uma fase de recuperação gradual do crescimento e mostrando sinais de uma relativa saída da crise financeira, mesmo que significativamente menores do que no período de rápida expansão anterior à recessão, as economias periféricas, que já davam sinais de desequilíbrio, passaram a perder dinamismo de seus processos de recuperação anticíclica além de sofrerem com a queda no preço das *commodities*.

Tal perda de dinamismo econômico de parte das economias periféricas acabou sendo refletida em uma piora da percepção dos riscos envolvidos em operações em seus mercados financeiros, tanto organismos multilaterais como agências avaliadoras de risco passaram a classificá-las a partir de um movimento crescente de riscos e a maior propensão à volatilidade nestes mercados financeiros. Assim sendo, o período posterior a 2012 se mostrou uma fase de reversão paulatina destes recursos externos direcionados aos países da periferia uma vez que se observava a deterioração dos indicadores de riscos, associados à uma menor taxa de crescimento e também à uma expectativa de mudança na trajetória da política monetária norte-americana na direção de uma possível elevação de suas taxas de juros, contribuindo para a contínua piora dos fluxos dirigidos aos países periféricos (ALMEIDA, 2016).

Outro aspecto importante do período foi a condição de fragilização contínua da liquidez internacional, no qual se destaca a crescente compra de títulos corporativos por parte de fundos mútuos. De acordo com Almeida (2016), esse movimento tem o potencial de fragilizar as corporações, uma vez que estes fundos mútuos detentores dos títulos de dívida podem vendê-los rapidamente em um momento de reversão das expectativas frente à impactos conjunturais, assim afetando a situação de solvência das empresas. A autora avalia que essa categoria de alavancagem e endividamento cresceu continuamente durante o período, cerca de quatro vezes entre 2003 e 2014.

Observa-se que o crescente volume de títulos e ativos com viés de curto prazo negociados nos mercados financeiros internacionais desenvolveram uma dinâmica de precificação fortemente influenciada tanto por mudanças conjunturais na liquidez dos mercados como pela alteração na percepção dos riscos pelos agentes nos mercados.

Assim, durante este ciclo de liquidez as preocupações com os efeitos de contágio por parte dos investidores institucionais tornaram-se predominantes para a tomada de decisão de alocação das aplicações financeiras. O crescimento da instabilidade nos mercados financeiros, em decorrência do estresse gerado por instrumentos de captar recursos cada vez mais instáveis, fez com que os fluxos de investimentos em carteira e moeda e depósitos se tornassem cada vez mais propensos à movimentos de “fuga para a qualidade”²³.

2.4.6 Dinâmica errática das taxas de juros norte-americanas e a problematização da demanda mundial – um período de queda de liquidez (porém não de fuga) no período entre 2015 e 2018

Por fim, o período que vai de 2015 a 2018 é aquele em que os Estados Unidos iniciam sua política de retomada da alta taxa de juros, provocando certa “fuga para a qualidade” e recolocando a liquidez em patamares mais baixos. Podemos notar que essa última fase corresponde àquela em que se explicita a dificuldade de retomada do comércio mundial, destacando-se o aprofundamento da guerra comercial entre os Estados Unidos e a China, especialmente a partir de 2017, os relatórios de organismos multilaterais destacam essas dificuldades²⁴. É também uma fase em que a política monetária norte-americana apresenta nova reversão, tendo em vista que a política de aumentos paulatinos das taxas de juros dos Estados Unidos é interrompida. Ou seja, a compreensão é de que esse é um período de maior instabilidade ainda. Houve um arrefecimento dos fluxos dirigidos aos países periféricos (ainda que não sejam um movimento explícito de fuga de capitais).

De acordo com o *Trade and Development Report* (2016), apesar das tendências de crescimento erráticas os países centrais já mostravam, em meados de 2015, sinais de desintoxicação de seus mercados financeiro e bancário, fazendo com que a política monetária deixasse de ser o principal instrumento de política econômica para que os mercados retomassem o dinamismo. A recuperação da economia norte-

²³ Almeida (2016) considera que o crescimento da volatilidade nos mercados financeiros fez com que investidores institucionais passassem a observar com mais atenção países periféricos exportadores de matérias-primas, tais como Brasil, Chile, Malásia, Rússia e África do Sul. A China apesar de ter reduzido seu dinamismo econômico ainda se manteve como um mercado atrativo para aplicações financeiras e investimentos diretos.

²⁴ Vejam-se, por exemplo, o *World Economic Outlook* do FMI e os *Trade and Development Reports* da Unctad.

americana se mostrou mais rápida e robusta durante o período de flexibilização quantitativa, assim sendo a partir do segundo semestre de 2015 pode-se observar a inflexão na política monetária do *Federal Reserve*, ainda que cautelosa, em direção à uma sucessão de elevações nas taxas de juros. Por outro lado, a recuperação na zona do euro esteve aquém do que nos Estados Unidos, em grande medida, devido a posturas fiscais muito restritivas em alguns países-chave, assim o crescimento se verificou apenas por sinais esporádicos, além de dominado por complexas incertezas políticas²⁵.

Para além de questões domésticas enfrentadas pelos países periféricos, seus fracos desempenhos econômicos também pesavam sobre a continuidade da restrição sobre o crescimento da economia mundial. Dentro de um contexto de baixa demanda internacional era difícil conceber a possibilidade de que surtos de recursos e expansão em mercados financeiros localizados e o crescimento das exportações pudessem se apresentar como soluções sustentáveis para o crescimento pífio e fraco dinamismo nos mercados de trabalho. Essa desaceleração da demanda e, consequentemente, do crescimento dos países centrais acabou tirando o fôlego da dinâmica de uma parte dos países periféricos, sobretudo, daqueles exportadores de *commodities*, estes que se tornavam paulatinamente dependentes dos influxos de recursos para sustentar sua trajetória de crescimento econômico (TRD, 2016).

O fim das políticas monetárias expansionistas nos países centrais acabou com a percepção de que as economias periféricas haviam se “desvinculado” da dinâmica econômica internacional, de modo que a combinação entre a inflação do fornecimento de liquidez pelos bancos centrais, a queda acentuada nos preços das *commodities* e o fraco desempenho da economia mundial contribuíram para o redirecionamento dos fluxos financeiros dessas economias periféricas. Segundo o *Trade and Development Report* (2016), os investidores estrangeiros se deslocaram de grandes economias em desenvolvimento e em transição, sobretudo, a partir do quarto trimestre de 2015, em um claro movimento de “fuga para a qualidade”, enquanto as retiradas de capital de não-residentes se tornaram maiores que as entradas.

²⁵ A crise migratória decorrente dos efeitos devastadores da guerra na Síria e as dúvidas em relação ao ritmo e a direção da integração europeia mostravam-se fatores determinantes para o aumento da incerteza sobre o futuro do bloco econômico, aumentando a incerteza e instabilidade quanto ao desempenho econômico.

Mesmo frente aos problemas em articular um modelo de crescimento robusto e o baixo dinamismo econômico mundial os países centrais se relutavam em promover políticas de expansão fiscal e a continuidade das políticas monetárias de flexibilização quantitativa, assim fazendo com que este período ficasse caracterizado como a *nova normalidade*. De acordo com o *Trade and Development Report* (2017), os governos continuavam a apostar na austeridade como diretriz das políticas fiscais na tentativa de alavancar investimentos produtivos e crescimento sustentado.

Mesmo com o cenário pouco alterado em relação ao ano anterior, no início de 2017 surgiram novas expectativas otimistas quanto às possibilidades de um retorno do crescimento econômico mundial²⁶. A retomada do crescimento seguida da queda constante do desemprego na Europa Ocidental fora anunciada como indicativos de um novo período de recuperação na região, além disso a economia japonesa também dava sinais de retomada do crescimento a partir do último trimestre de 2016 e indicava a continuidade do crescimento ao longo de 2017 (TRD, 2017). O otimismo do início de 2017 também se verificou em algumas das maiores economias emergentes, que indicavam uma saída das duras recessões enfrentadas nos anos anteriores, embora com perspectivas de crescimento também aquém das registradas na década de 2000.

A retomada do crescimento, entretanto, se mostrou ambígua na abrangência dos países em ritmo de expansão e também frágil em termos de sustentação de taxas de crescimento no médio e longo prazo. Da perspectiva dos países centrais, embora os países europeus tivessem encontrado um dinamismo para melhorar o dinâmica de suas economias, o mesmo já não acontecia para a economia norte-americana que, apesar de manter uma estabilidade macroeconômica sólida, não mostrava sinais de um crescimento mais robustos. Já do lado dos países periféricos, foram dois fatores importantes que explicaram a recuperação ainda lenta do dinamismo. O primeiro fator foi o patamar da elevação nos preços do petróleo e das *commodities* que apesar da subida em relação ao nível anterior ainda não alcançaram o valor dos anos durante o *boom* das commodities, o que freava a recuperação dos exportadores. Em segundo

²⁶ Tanto o FMI quanto a OMC revisaram suas previsões de crescimento com o intuito de aumentar a expectativa de elevação do PIB mundial e o retorno a um ambiente de comércio internacional mais vigoroso, a mídia passou a rapidamente ecoar esse otimismo como um analgésico à sequência de más notícias dos 12 meses anteriores, os sinais de recuperação animaram investidores ao redor do mundo (TDR, 2017).

lugar, os ajustes fiscais e a austeridade imposta à estes países continuava a restringir a demanda doméstica e a capacidade de expansão através de seu mercado interno²⁷.

O otimismo que cercava o crescimento econômico mundial no início de 2017 trouxe consigo mudanças no panorama das expectativas dos mercados como também as avaliações positivas acerca do crescimento futuro, feito pelas principais instituições de previsão, levaram a mudanças por parte da atuação dos banqueiros centrais e dos formuladores de políticas macroeconômica nas economias avançadas. A expectativa de que os efeitos da *Grande Recessão* haviam passado fez com que as autoridades dos países centrais decidissem que havia chegado a hora de encerrar as políticas de expansão monetária e creditícia em vigor durante boa parte da década (TDR, 2018).

Já haviam, no entanto, sinais de que as estimativas de crescimento recentes haviam sido mais complexas em vista da crescente imprevisibilidade da atividade econômica e, também, das crescentes tensões sociopolíticas do período.

De acordo com o *Trade and Development Report* (2018), apesar do otimismo em torno da discussão oficial sobre as perspectivas econômicas, havia um sentimento crescente de incerteza que era impulsionado tanto por evidências recentes quanto por uma avaliação mais sóbria das tendências de médio prazo, que apresentavam resultados inconclusivos sobre as trajetórias da economia mundial.

Ademais, essa incerteza era agravada a partir das desconexões entre as expectativas projetadas por instituições multilaterais e o observado nos países ao redor no mundo, destacando o aumento desigualdade e estagnação dos salários a despeito da queda nas taxas de desemprego, elevada inflação dos preços de ativos e movimentos cambiais continuamente voláteis, apesar de considerações sobre a segurança e solidez dos mercados financeiros, além das taxas de investimento real estarem deprimidas frente aos crescentes lucros corporativos (TDR, 2018).

Mas, apesar da crescente incerteza quanto à sustentação do crescimento da economia mundial, a reversão da política monetária nos países avançados continuava sua tendência de elevação das taxas de juros, restrição ao crédito e acesso facilitado às condições favoráveis de liquidez nos mercados de ativos. O gráfico 1 nos mostra a

²⁷ Uma vez que, de fato, a austeridade se tornou um padrão de política macroeconômica em muitas economias emergentes.

subida da taxa de juros norte-americana que, após a primeira subida em meados de 2015, assume uma tendência de forte elevação a partir do segundo semestre de 2016 e continua a subida até a estabilização em um patamar constante ao longo de 2018.

A justificativa encontrada para sustentar a reversão da política monetária nos países centrais girava em torno do controle inflacionário e das pressões de custos que poderiam afetar a recuperação econômica destes países, contudo, estas economias mantinham taxas de inflação abaixo das metas estabelecidas por suas autoridades monetárias além de não sofrerem com pressões de custos evidentes, dado o cenário de estagnação salarial do período. De modo que, a preocupação dos formuladores de política macroeconômica era com o superaquecimento nos mercados de ativos tanto em economias centrais quanto periféricas. A ampla disponibilidade de recursos com baixos custos nos países centrais permitiu que os investidores se engajassem cada vez mais em formas de aplicações financeiras especulativas, notadamente, operações de *carry trade*²⁸, que alimentaram espirais nos preços destes ativos (TDR, 2018).

Segundo o *Trade and Development Report* (2018), os baixos custos do capital e a infusão de liquidez durante grande parte do período posterior à crise financeira desencadeou a disparada do comportamento paulatinamente especulativo por parte dos investidores internacionais e instituições financeiras. O baixo custo deste capital encorajou os especuladores a investir em uma variedade de mercados de ativos com a expectativa de retornos elevados no curto prazo, houve então um aumento no fluxo de recursos financeiros com tal viés especulativo para os mercados de títulos, ações e propriedades em muitos países e contribuiu para a elevação geral do preço destas aplicações financeiras. Já a grande infusão de liquidez também contribuiu para essa espiral inflacionária na medida em que promoveu a expansão do crédito, dado que os bancos já mostravam sinais de correção parcial de seus balanços após o firme aporte dos governos e bancos centrais no pós-crise, porém, parte desse crédito foi utilizada para financiar investimentos em ativos com viés de curto prazo. Esse movimento nos mercados financeiros tornou-se preocupante, aos olhos de organismos multilaterais,

²⁸ O *carry trade* é uma estratégia de negociação e aplicação financeira que consiste na tomada de empréstimos uma taxa de juros baixa e o investimento em ativos que oferecem uma taxa de retorno mais elevada, sobretudo, para explorar os diferenciais de taxas de juros em outros países e operações com base em outras moedas. São operações consideradas altamente especulativas e que envolvem grandes riscos.

tendo em vista que a inflação destes ativos é vista cada vez mais como insustentável e pouco justificada, tornando-se um sintoma de um ciclo de *euforia financeira*²⁹.

Mas desde que os governos nos países centrais sinalizaram o retorno à política monetária mais convencional pode-se observar um movimento dos fluxos líquidos de capital privado das aplicações em economias em desenvolvimento de volta aos países centrais em forte tendência de “fuga para a qualidade”, os fluxos agregados de países periféricos tornaram-se negativos entre o interregno de 2015 até 2016. Contudo, em 2017 se verificou um retorno de entradas líquidas de capital, mesmo que modestas, para os países asiáticos em desenvolvimento, economias latino-americanas de maior renda e um conjunto de economias em transição. Essa tendência de alta, no entanto, ocorreu devido à fatores conjunturais e não se manteve no ano seguinte³⁰.

Mesmo com dúvidas e desconfianças em torno da sustentação do crescimento econômico dos Estados Unidos, em decorrência das políticas de desonerações fiscais e persistência de elevados déficits públicos, o país manteve sua dinâmica ao longo de 2018. O mesmo não se verificou para os países da Europa Ocidental, mesmo a partir da queda das taxas de desemprego observada nos anos anteriores, as economias do bloco europeu continuavam desempenhando mal frente aos Estados Unidos. O baixo desempenho das principais economias do bloco, sobretudo, a Alemanha, França e a Inglaterra, todas reduziram suas previsões de crescimento para 2019. Tanto o foi que o Banco Central Europeu passou a cogitar uma sinalização rumo ao retorno da política de flexibilização quantitativa e afrouxamento das políticas monetárias (TDR, 2019).

A conjuntura para os países periféricos também não se mostrava otimista como fora em períodos anteriores, mesmo antes do aprofundamento de tensões comerciais e da elevação dos preços do petróleo, as taxas de crescimento apresentavam um tipo de comportamento errático e vulnerável frente as flutuações das entradas e saídas de recursos financeiros. O *Trade and Development Report* (2019) aponta que os fluxos de investimentos em carteira para os mercados emergentes, que totalizaram cerca de US\$ 51 bilhões no início de 2019, caíram significativamente nos meses subsequentes,

²⁹ Essa explosão nos mercados de ativos, à medida que o crescimento permanece lento, é um indicativo de uma persistente desconexão entre as tendências da economia real e nos setores financeiros (TDR, 2018).

³⁰ Havia muitos questionamentos sobre a recuperação mundial e se a economia havia conseguido se libertar da atração gravitacional da crise financeira, ou se a dinâmica de crescimento continuaria a depender do atual estado do crescimento econômico dos Estados Unidos (TDR, 2019)

chegando a ficar negativo em US\$ 5,7 bilhões em maio do mesmo ano. As incertezas em torno do desempenho econômico superaram qualquer efeito do fortalecimento da confiança do pronunciamento dos principais bancos centrais do retorno a um ambiente de flexibilização das políticas monetárias (TDR, 2019).

Após a revisão das previsões de crescimento mundial em 2018, relatórios de organismos multilaterais reduziram a expectativa de crescimento de 2019 para 2,3%, o *Federal Reserve* decidiu reverter sua proposta de manutenção da política de subida das taxas de juros domésticas. Assim, em março de 2019, observando a redução da atividade econômica e persistência do baixo dinamismo da demanda global, as taxas de juros foram mensalmente reduzidas até o primeiro trimestre de 2020, chegando ao nível mais baixo desde o redirecionamento monetário em 2015. Segundo o *Trade and Development Report* (2019), as autoridades europeias seguiram a mesma tendência dos Estados Unidos e optaram pela redução contínua das taxas de juros, implicando em taxas reais negativas sobre os depósitos mantidos pelos bancos que, por sua vez, aumentava os custos para as instituições financeiras e afeta a lucratividade destas na atual conjuntura de retorno ampliado da liquidez.

Em termos gerais, a trajetória de crescimento da economia mundial se mostrou fraca durante todo o período, apesar do intenso ritmo de negociação nos mercados financeiros internacionais. O padrão de crescimento tanto de países centrais como de periféricos foi dominado por uma mistura de exuberância financeira e desanimo da dívida que deixou grande parte das economias oscilando entre surtos efêmeros de intensidade variável e contenção financeira (TDR, 2019). Mesmo assim, os círculos políticos mantiveram suas convicções de que, apesar da fraqueza da recuperação, o caminho era o de manutenção das condições monetárias expansionistas de modo a evitar uma posição fiscal mais atuante³¹.

Nesses termos, a periodicidade descrita acima nos mostra que o movimento da liquidez internacional e a dinâmica do direcionamento conjunto de recursos aos países periféricos. Para além desse movimento mais geral, representado pelos “episódios de recursos”, outra análise importante é a observação do perfil dos fluxos dirigidos aos

³¹ De acordo com o *Trade and Development Report* (2019), as taxas de juros estão próximas ou em zero e os balanços dos bancos centrais inchados para além do reparo, ainda assim os rumos das políticas monetárias e da liquidez internacional deve manter-se no mesmo curso mesmo que prejudique a recuperação produtiva.

países periféricos e as duas diferentes dinâmicas nos períodos de liquidez indicados acima.

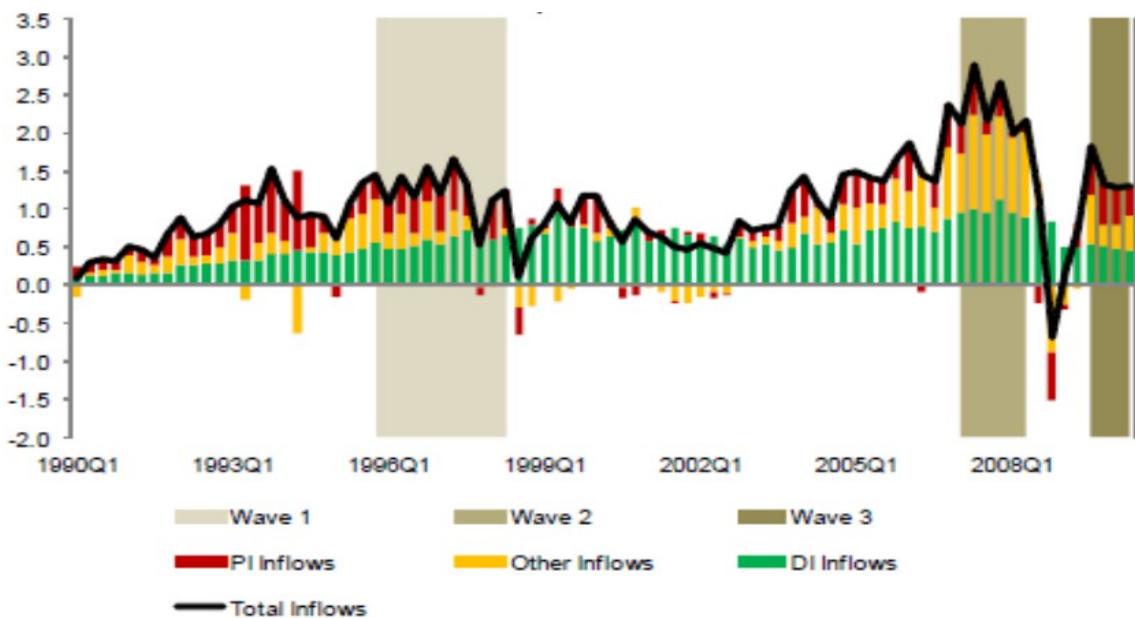
2.5 O perfil dos fluxos de estrangeiros (passivos) dirigidos aos países periféricos

Em um trabalho importante apresentado pelo FMI (IMF, 2011), se analisou os movimentos dos fluxos brutos de recursos dirigidos aos países periféricos sob o ponto de vista dos chamados *inflows*. Estes se referem, essencialmente, à análise dos fluxos de passivos (estrangeiros) dos Balanços de Pagamentos e não aos fluxos líquidos, ou seja, a diferença entre ativos e passivos segundo a metodologia do BMP6, sendo que esse estudo mostrou o forte redirecionamento destes recursos logo em 2009, fato que foi comentado nas seções anteriores.

Um fato adicional apontado por tal estudo, e que é enfatizado por Corrêa e Pereira (2016), é o de que o perfil dos fluxos de capitais se alterou substancialmente durante esta fase. Se tomarmos o período anterior à crise do *subprime* podemos notar a forte expansão dos recursos de estrangeiros (*inflows* ou passivos), destacando-se o alto peso dos Investimentos Diretos, seguidos pelos Outros Investimentos, para se referir, essencialmente, aos empréstimos bancários. Por outro lado, após a crise do *subprime* se nota uma mudança nessa composição. As rubricas dos Investimentos Diretos continuam sendo as mais importantes em questão do direcionamento destes recursos financeiros, porém os Investimentos em Carteira passam a ter um maior peso do que tinham no período anterior, e para o caso dos Outros Investimentos, também houve uma perda clara de participação nos fluxos.

Outra mudança importante em termos dos direcionamentos dos recursos aos países periféricos a partir de 2009 se dá quando analisamos cada uma das chamadas “regiões de países emergentes e em desenvolvimento”, de acordo com a classificação do FMI. De fato, Corrêa e Pereira (2016) destacam a queda da participação dos países “emergentes e em desenvolvimento” europeus e a expansão do direcionamento de recursos para a América Latina e Caribe nessa fase que vai de 2009Q3 a 2011Q2, como também para os “emergentes e em desenvolvimento” da Ásia (Gráfico 6).

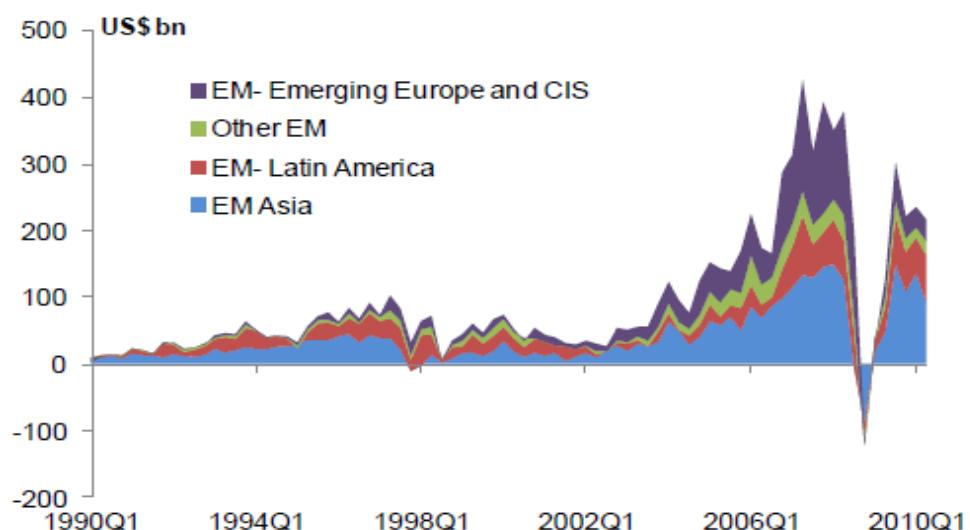
Gráfico 6: Influxos de capitais brutos para os países emergentes a partir da porcentagem do PIB (dados trimestrais de 1990 a 2009)*



Fonte: IMF (2011).

* Composição dos fluxos: vermelho – Investimento em Carteira (IC); verde – Investimento Direto (ID); amarelo – Outros Investimentos (IO). Os três retângulos beges representam os períodos de “surtos de recursos” para os países periféricos.

Gráfico 7: Fluxos de capital aos países emergentes*, por região (em US\$ bilhões)



Fonte: FMI (2011), p. 12.

* Classificação de países emergentes, seguindo a metodologia do FMI.

Assim, vemos que a retomada dos recursos de estrangeiros (passivos) após 2009, já não é a mesma do período anterior. O fato de os Investimentos em Carteira terem um peso maior nesse agregado nos mostra que o perfil dos recursos dirigidos passa a ter um potencial maior de volatilidade, já que esses recursos se referem à

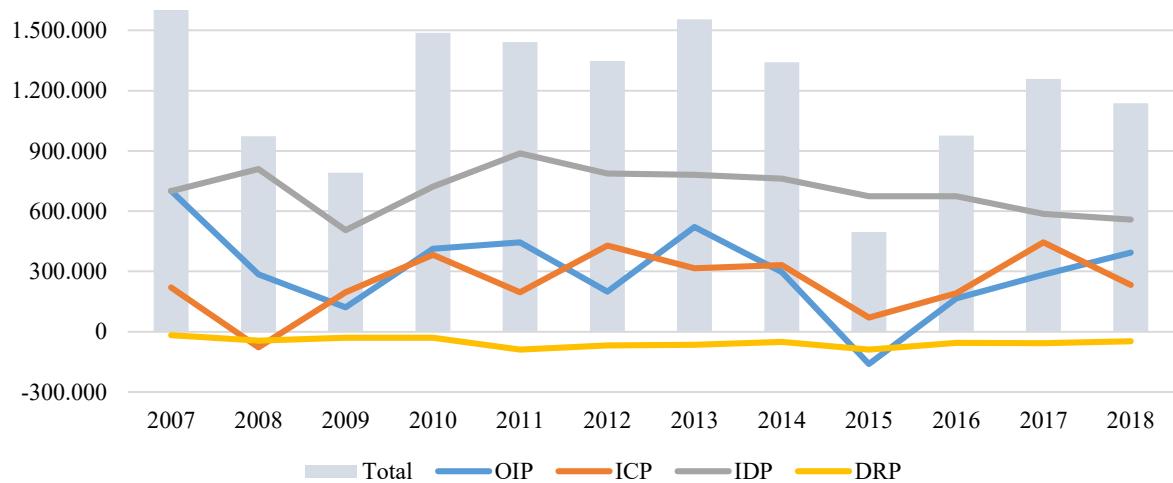
compra de títulos de renda fixa ou ações, que podem ser rapidamente revendidos em mercados secundários. Além do mais, tratam-se de fluxos de recursos dominados por investidores institucionais que buscam rentabilidade rápida e que, tendencialmente, revertem em momentos de conjunturas desfavoráveis.

Tentando observar esses movimentos para as periodicidades mais recentes, é interessante tomar os dados de Souza (2021) apresentados no Gráfico 7, e que nos mostra os fluxos dirigidos por estrangeiros (passivos) para os países “emergentes e em desenvolvimento” entre 2007 e 2018, segundo a modalidade do fluxo.

Confirmamos os fatos relatados para o período 2009Q3 a 2011Q3. Além do mais, para os demais períodos podemos ver que:

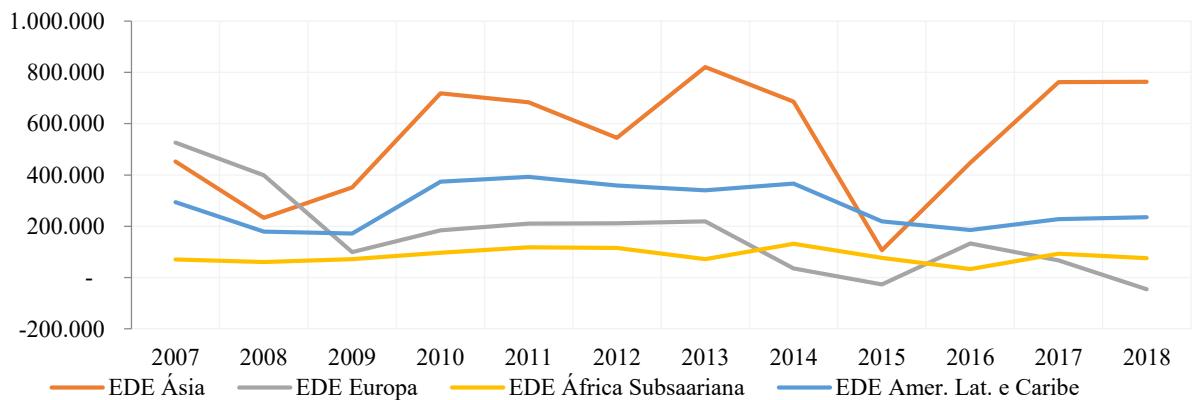
- Os Investimentos Diretos de Estrangeiros deixam de se expandir em seu direcionamento aos países periféricos após 2011, havendo uma maior queda de volumes depois de 2014 (mas não se pode dizer que seja fuga), confirmando a indicação acima, de que o último subperíodo indicado (2014-2019) apresenta menores volumes desses fluxos para os periféricos;
- Ocorre um retorno menos vigoroso de Outros Investimentos depois de 2009 (se comparados com 2006 e 2007), destacando-se ainda o fato de os mesmos terem sido afetados pelos problemas bancários de 2011 e mais intensamente pela mudança da política monetária norte-americana em 2013, sendo que a partir daí, apresentam forte queda. Esse fato confirma que o período pós-2014 é de menor direcionamento de recursos aos países periféricos, também dessa rubrica de fluxos;
- Observa-se um retorno mais vigoroso de Investimentos em Carteira depois de 2009 (se comparados com 2006 e 2007), mas destacando-se sua reversão em 2011 e também em 2013. A queda desses recursos é também observada quando os Estados Unidos aumentam sua taxa de juros em 2015, mas nota-se a volatilidade do fluxo, com retorno quando os Estados Unidos interrompem a alta taxa de juros. No caso desses fluxos, os volumes pós-2014 também são menores (a não ser para o ano de 2017), indicando um arrefecimento no direcionamento.

Gráfico 8: Fluxos de capitais totais (passivo) para os países emergentes e em desenvolvimento a partir de dados anuais de 2007 a 2018 (em US\$ bilhões)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir do trabalho de Souza (2021), considerando dados do *International Financial Statistics* (FMI).

Gráfico 9: Fluxos de capitais – Passivos (ID+IC+OI+DER) para as economias em desenvolvimento e emergentes segundo subgrupos entre o período de 2007 a 2018 (valores anuais em US\$ milhões)



Fonte: Elaborado a partir de Souza (2021), considerando os dados do *International Financial Statistics* (FMI).

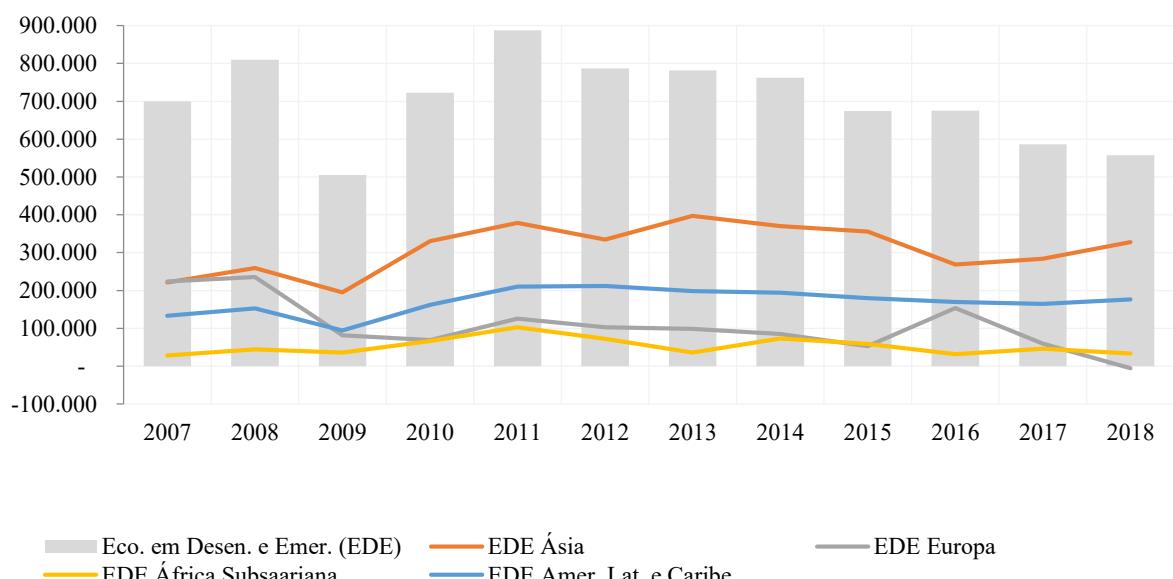
No caso da análise dos fluxos de capitais de estrangeiros (passivos) segundo regiões dos países “emergentes e em desenvolvimento” (Gráfico 8), se pode confirmar a queda do direcionamento dos recursos aos emergentes e em desenvolvimento da Europa após 2009, em comparação a 2006 e 2007, e a maior queda dos volumes a partir de 2013. A África Subsaariana apresenta um suave aumento de volumes até 2013, mas depois os volumes decaem. Paralelamente, no caso da América Latina e Caribe ocorre a forte expansão já citada entre 2009 e 2011, sendo que daí até 2013

os volumes não oscilam muito, ainda permanecendo em patamares altos, porém não crescentes. Já após 2014, os volumes são menores. Por fim, para o caso dos países “emergentes e em desenvolvimento” da Ásia (puxados pela China Continental), há uma forte expansão depois de 2009, com certa reversão em 2011, mas mantendo-se uma poderosa atração até 2013. Em 2015 há uma retração importante, mas depois disso se observa um forte movimento de retorno dos recursos.

Assim, para as três primeiras regiões periféricas confirma-se o apresentado na análise geral da periodicidade que fizemos: o fato de que entre 2009 e 2011 houve um forte retorno e que, a partir de então, os fluxos arrefeceram. O período pós-2014 é de menor direcionamento de recursos, porém não é de fuga. Já para os países periféricos asiáticos, o período pós-2014 é de forte volatilidade, mas ainda sim estes apresentaram elevados volumes entre 2017 e 2018.

Visto o resultado em questão, ainda é interessante analisar mais a fundo o que está ocorrendo com os países periféricos asiáticos para melhor compreender as suas especificidades durante este período pós-2014. Para tal, iremos abrir cada um de seus grandes fluxos de estrangeiros (passivos), considerando regiões periféricas (segundo a classificação do FMI) tomando como base o trabalho de Souza (2021).

Gráfico 10: Fluxos de Investimento Direto Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) no período 2007-2018 (valores anuais em US\$ milhões)

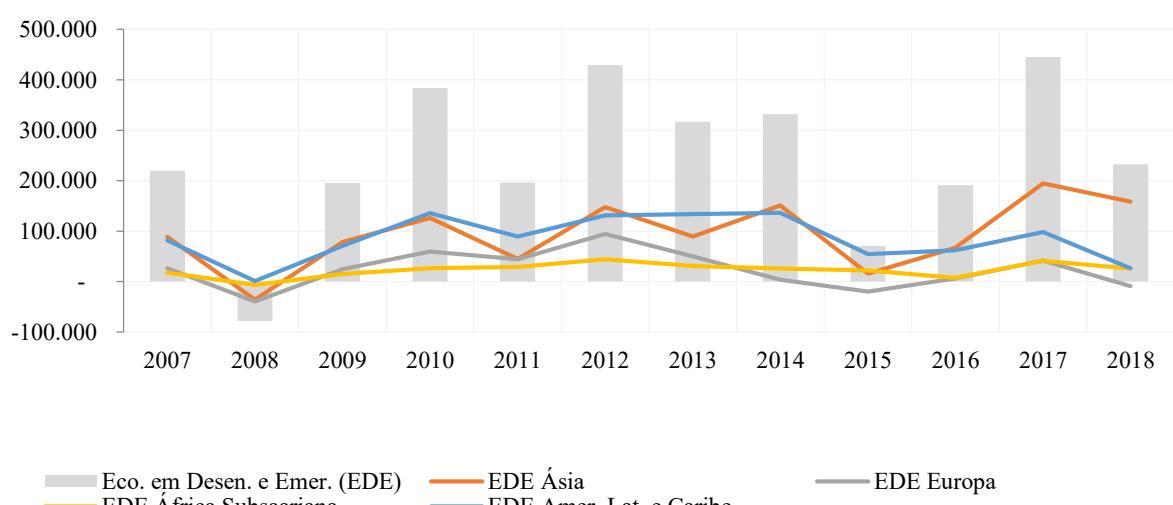


Fonte: Elaboração a partir de Souza (2021), considerando os dados do *International Financial Statistics* (FMI).

No caso dos Investimentos Diretos, podemos observar que o fluxo de recursos de passivos para os países periféricos era fortemente explicado através da captação dos países periféricos da Europa, seguidos pela Ásia, estando a América Latina em terceiro lugar. Já após a crise do *subprime*, os periféricos asiáticos aumentam a sua captação, também é possível observar, paralelamente, que a América Latina expande essa captação, passando a figurar em segundo lugar. Os países periféricos europeus perdem em termos de captação e a África Subsaariana apresenta uma importante expansão de captação de Investimentos Diretos.

Nota-se que mesmo após 2013, quando os países da América Latina e Caribe passam a apresentar taxas de crescimento econômico menores (especialmente, o Brasil), mantém-se o ingresso de recursos através da rubrica de Investimentos Diretos dirigidos por estrangeiros aos países desse grupo. Para o conjunto dos países não se apresenta uma queda expressiva a partir daí, ainda que houvesse a desaceleração do direcionamento destes recursos, destacando os países periféricos da Europa. O único grupo que apresenta crescimento é o relativo aos periféricos asiáticos, ainda que a expansão não seja expressiva.

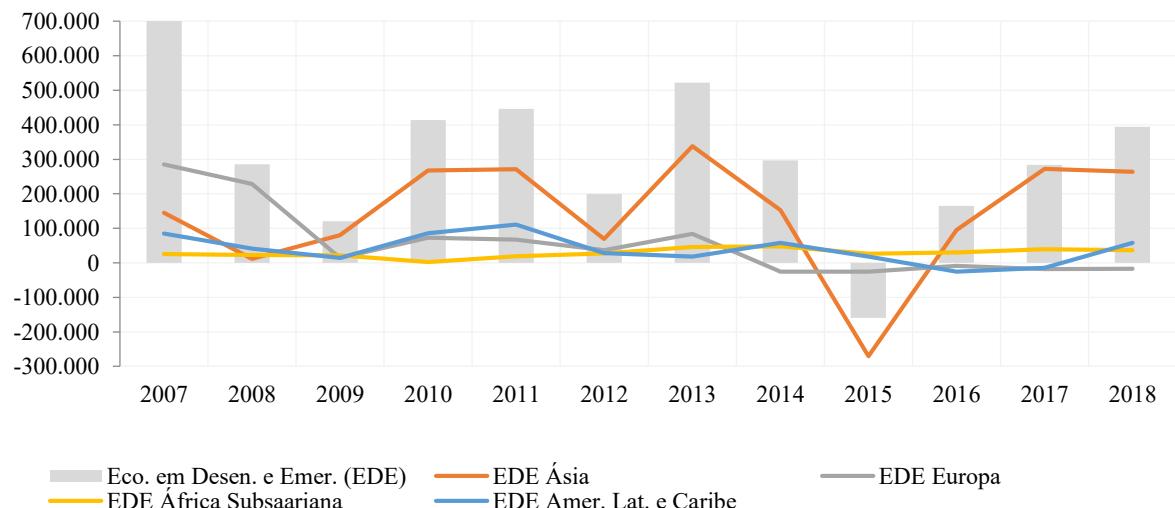
Gráfico 11: Fluxos de Investimentos em Carteira Passivo para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) no período 2007-2018 (valores anuais em US\$ milhões)



Fonte: Elaboração a partir de Souza (2021), considerando os dados do *International Financial Statistics* (FMI).

Para os Investimentos em Carteira, observa-se que o valor agregado, levando em consideração as quatro regiões destacadas, é menor do que o dos Investimentos Diretos. Ainda assim, se destaca a sua, já citada, expansão durante o período após a crise do *subprime*, indo até 2014. Após a referida crise, os Investimentos em Carteira se expandem, puxados, em grande medida, pela expansão dos fluxos de estrangeiros (passivos) dirigidos à América Latina e ao Caribe, mas também à Ásia. Nota-se ainda a forte reversão destes recursos em 2015, quando as autoridades norte-americanas decidem alterar a trajetória das suas taxas de juros. A redução dos recursos oriundos de estrangeiros para a Ásia é muito expressiva neste ano, como também o é para a América Latina e o Caribe. Depois disso, paulatinamente, os recursos de Investimento em Carteira retornam para os periféricos, mas nota-se que em grande parte o retorno se deu para a Ásia e, num menor nível, para a América Latina. Ou seja, depois de 2014 o volume de recursos de Investimentos em Carteira é menor e a única exceção, mais uma vez, foram as economias periféricas asiáticas.

Gráfico 12: Fluxos em Outros Investimentos Passivos para as economias em desenvolvimento e emergentes (eixo secundário) e seus subgrupos (eixo principal) no período 2007-2018 (valores anuais em US\$ milhões)



Fonte: Elaboração a partir de Souza (2021), considerando os dados do *International Financial Statistics* (FMI).

No caso dos Outros Investimentos, se observa a expansão dos recursos entre 2009 e 2011, sendo fortemente impactada pela crise bancária europeia. O retorno destes recursos, depois disso para as regiões periféricas é mais modesto e depois de 2015, continua muito baixo. A única exceção, novamente, são os países periféricos

asiáticos. Se destacam duas questões aqui: (i) o volume de recursos de Outros Investimentos dirigidos a essa última região periférica é substancialmente maior do que para as demais; (ii) essa diferença é ainda maior depois de 2016.

Assim, a análise dos fluxos estrangeiros por grandes subcontas nos mostra que a atração de recursos para os países periféricos da Ásia sempre foi relativamente mais vigorosa do que a dos demais. No entanto, a questão adicional é que a dinâmica da atração está se diferenciando dos outros grupos de países após 2016. De fato, a partir de então, se observa uma retração. Isso ocorre para as três rubricas de fluxos: os Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira e Outros Investimentos.

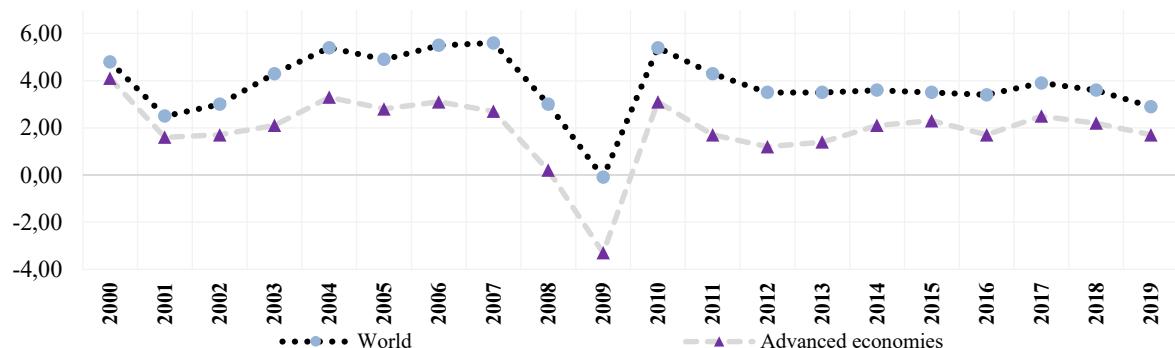
Provavelmente, a explicação para esse fato está na constatação de que a China e a Índia têm sido países que se destacam dos demais em sua dinâmica de crescimento pós-2012. De fato, o mundo tem apresentado taxas de crescimento mais modestas, graças ao crescimento menos vigoroso da Europa pelas políticas de austeridade, ao crescimento mais fraco dos Estados Unidos e à sua menor demanda de produtos do mundo, observado através das taxas mais baixas de crescimento das importações. Assim sendo, se observa que a taxa de crescimento do PIB do mundo vem caindo desde 2009 (Gráfico 12), sendo que a dinâmica do comércio permaneceu bastante estagnada, sobretudo após 2012. Destaca-se o crescimento modesto do PIB dos países avançados (Gráfico 13), o que nos apresenta esta problematização quanto à expansão dos componentes da demanda mundial.

Gráfico 13: Taxa de variação anual do volume exportado de bens e serviços por grupo de países entre 2000 a 2019 (em % a.a.)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook* (FMI).

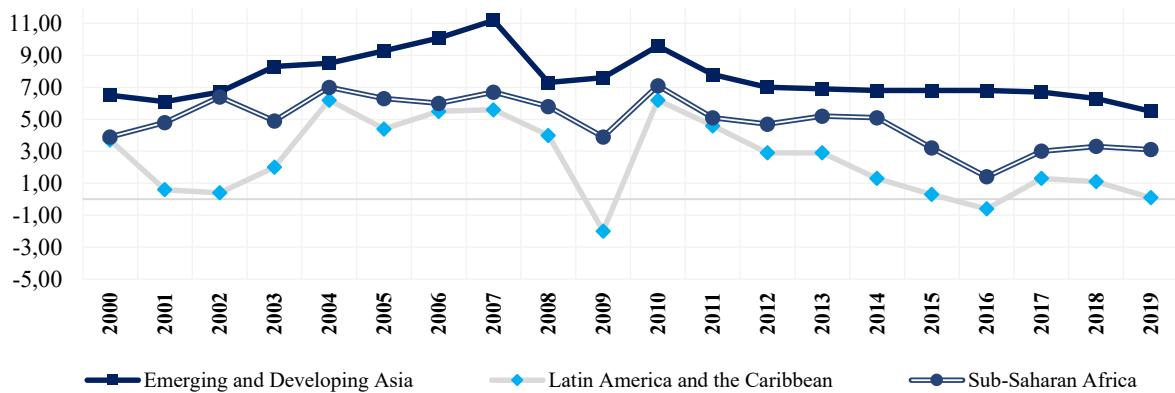
Gráfico 14: Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto, a preços correntes, de grupo de países selecionados no período 2000 a 2018 (em % a.a.)



Fonte: IMF (2019)

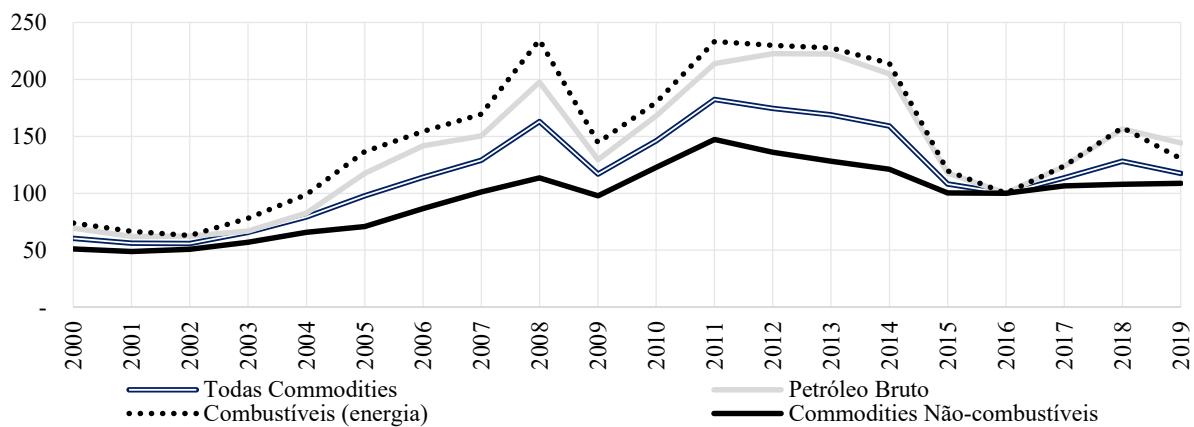
De outra parte, no caso dos países periféricos, podemos observar a expansão do PIB logo após a crise do *subprime*, mas vemos também houve uma perda de parte deste dinamismo depois de 2012. Destaca-se então, não só a redução do comércio mundial, como também a volatilidade e queda dos preços das *commodities* (Gráfico 15) e a adoção de políticas de austeridade fiscal por parte de vários países periféricos.

Gráfico 14: Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto, a preços correntes, de grupos de países selecionados no período 2000-2018 (em % a.a.)



Fonte: IMF (2019)

Gráfico 15: Índice de preços das *commodities* para grupos selecionados no período 2000-2017 (dados mensais)



Fonte: FMI.

O destaque negativo especial é a América Latina e o Caribe, seguido pela África Subsaariana. Já os periféricos da Ásia apresentam ainda altas taxas de crescimento, maiores do que as demais regiões observadas, com destaque ao crescimento da China, com sua política de expansão diferenciada e não submetida aos preceitos da austeridade e da Índia a puxar esse resultado.

De fato, nesse mesmo período pós-2012, a China e a Índia apresentaram taxas de crescimento mais vigorosas, se diferenciando dos demais países. Ainda que essa expansão comparativamente mais acelerada tenha ocorrido, não se pode considerar que a demanda destes países iria suprir a queda da demanda resultante do processo de desaceleração do crescimento dos Estados Unidos e da Europa (UNCTAD, 2017). Dessa maneira, o cenário de um crescimento mais fraco, característico da economia mundial logo antes da crise sanitária da covid-19, China e Índia se destacam, o que é um fator explicador da atração destes recursos com um sinal diferente daquele que foi observado para os demais países periféricos.

CAPÍTULO 3: ESTUDO DOS FLUXOS DE RECURSOS FINANCIEROS DIRIGIDOS AO BRASIL E TURQUIA ENTRE 2003 E 2019

Na primeira parte do estudo de cada país, realizaremos uma breve retomada histórica, em caráter geral, para os processos de abertura, liberalização e desregulamentação financeira de cada uma das economias periféricas analisadas, bem como da periodicidade da dinâmica econômica do país nos anos 2000. A ideia não é de fazer uma análise exaustiva destes aspectos, o que, por si só, conformaria uma dissertação própria. No caso do Brasil, por exemplo, há uma grande literatura a respeito. A perspectiva com o levantamento geral desses aspectos é o de observar o aprofundamento paulatino da abertura financeira, para poder analisar a especificidade dos fluxos, considerando a periodização descrita no capítulo 2. A percepção de que há institucionalidades distintas entre estes países é importante para analisar a atração dos capitais e para destacar que essas institucionalidades importam, o que não será observado se apenar darmos atenção ao movimento dos fluxos.

Em seguida, analisaremos a dinâmica das grandes contas componentes da Conta Financeira: Investimento Direto (ID), Investimento em Carteira (IC), Derivativos Financeiros (Der), Outros Investimentos (OI) e, em seguida, abriremos essas contas separando os fluxos de residentes (ativos) e de estrangeiros (passivos). Por fim, as grandes contas de passivos serão abertas.

Na terceira parte do estudo, será então analisada a dinâmica da volatilidade dos fluxos componentes da Conta Financeira do país selecionado (até o terceiro nível de abertura), para observar quais são os que mais influenciam na volatilidade da Conta Financeira. Neste capítulo, apresentaremos o estudo realizado para o Brasil e Turquia.

3.1 Processos de abertura, liberalização e estudo do movimento dos fluxos da Conta Financeira para o Brasil no período 2003 a 2019

3.1.1 Características da dinâmica econômica brasileira e o processo de abertura financeira ao longo dos anos 1990 aos anos 2000

(a) Anos 1990: Renegociação da dívida externa, controle inflacionário e abertura econômica – o início da “era da liberalização”

A experiência histórica da economia brasileira sempre apresentou uma relação próxima entre os processos de desenvolvimento e questões ligadas à vulnerabilidade e restrições externas que ocuparam uma posição central durante diferentes fases do debate acerca da industrialização do país. Esta vulnerabilidade esteve associada aos distintos padrões de inserção internacional desempenhados pela economia brasileira, além da posição ocupada dentro da divisão internacional do trabalho e suas relações com o comércio exterior e sua dependência em relação ao capital internacional, tanto em sua forma produtiva quanto financeira (CARCANHOLO, 2002). Contudo, durante a transformação do modelo desenvolvimentista para a adoção de políticas neoliberais durante a década de 1990, em reação aos graves impactos causados pela crise da dívida externa e escassez de financiamento externo, novas formas de vulnerabilidade surgiram e tornaram-se preponderantes na economia brasileira. Assim, podemos dizer que a forma como a integração financeira da economia brasileira foi conduzida criou novas fragilidades e vulnerabilidades estruturais referentes aos movimentos súbitos e instáveis dentro dos mercados domésticos de câmbio e capitais³².

Ao final dos anos 1970 o Brasil se deparava com os efeitos de quase duas décadas de rápido endividamento externo como instrumento para financiar os projetos de desenvolvimento industrial durante o “milagre econômico” e implementação do II PND pelo regime militar³³. Ainda que este endividamento externo tenha sido capaz de sustentar taxas de crescimento elevadas durante o período em questão, a economia brasileira passou a enfrentar severas restrições externas decorrentes da escalada nos preços do petróleo e elevação abrupta das taxas de juros norte-americanas a partir de 1979. Tendo em vista o fardo da dívida externa excessiva, no início da década de 1980 o país entrou em um processo de insolvência externa, ampliado pela falta de mecanismos internos de financiamento de longo prazo e uma escassez de meios de pagamentos externos decorrentes da forte contração da liquidez internacional, assim impondo uma série de dificuldades além de uma organização perversa para o Brasil durante a década que se sucederia (BIANCARELLI, 2014).

³² Ver Kaltenbrunner e Painceira (2014).

³³ De acordo com Carcanholo (2002), a dívida externa brasileira que, no final de 1973, era de US\$ 13,8 bilhões, chega a US\$ 52,8 bilhões em 1978, além disso, como proporção do PIB o correspondente ao pagamento de juros já representava cerca de 50% do nosso déficit em transações correntes.

Conforme a crise se aprofundava, não só no Brasil, mas como em toda América Latina, as autoridades econômicas optaram pela implementação de um programa de ajuste estrutural da economia brasileira através das exportações. Assim, de modo a afastar a possibilidade de declaração de uma moratória da dívida, o Brasil recorre ao FMI para dar início a renegociação da dívida externa com seus credores e firmar um compromisso do país com a realização de um programa de reformas. De acordo com Carcanholo (2002), as políticas de estabilização apresentadas como contrapartida a essa renegociação partiam de um diagnóstico segundo o qual a crise seria resultado tanto dos desequilíbrios nos mercados internacionais como também de uma série de fatores internos, tais quais, o excesso de empresas estatais, subsídios e incentivos fiscais, a existência de restrições às importações e operações cambiais, além de um excesso de gastos internos.

A ideia central do programa de ajuste era de que haveria de se fazer um esforço total para que os saldos comerciais permitissem o acúmulo de moeda forte utilizada para o pagamento do serviço da dívida externa. Para além desses saldos comerciais, havia outros instrumentos de auxílio ao ajuste exportador como a elevação das taxas de juros internas, que provocavam uma redução do consumo e investimento, com o aumento da taxa de juros buscava, por um lado, diminuir a pressão inflacionária e, por outro, reduzir a demanda por importações. Segundo Carcanholo (2002), a opção pelo ajustamento exportador da economia brasileira fez com que o grau de abertura se mantivesse subordinado às restrições impostas pelos problemas de financiamento das contas externas do governo.

Este contexto de profundos problemas de financiamento interno, escassez de divisas e duras restrições externas fez com que as autoridades brasileiras voltassem seus esforços para readequação dos mercados bancário, cambial e financeiro do país ao novo cenário internacional de finanças altamente liberalizadas e fluxos de capitais transfronteiriços, abrindo o caminho para o avanço dos processos de liberalização e abertura financeira que caracterizariam a década seguinte.

Sendo assim, ao final da década de 1980 começaram a ser implementadas as primeiras mudanças nos marcos regulatórios do sistema financeiro doméstico e nos mercados de câmbio, tendo como objetivo ampliar tanto o escopo das aplicações financeiras como também ampliar a conversibilidade interna da moeda. A abertura financeira teve início durante o biênio 1987-1988, com uma série de novas resoluções

aprovadas pelo Banco Central voltadas a ampliar o escopo de atuação de instituições bancárias, implementar regulações específicas para facilitar a entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro interno e caminhar em direção à criação de um segmento de câmbio flutuante para substituir o regime cambial vigente.

Em 1987, o Banco Central aprovou a Resolução n° 1.289 que era responsável por implementar um novo marco regulatório para o mercado financeiro interno aos investidores estrangeiros para as categorias de investimento em carteira³⁴.

Já a desregulamentação financeira interna teve início com a reforma bancária implementada em 1988, através da Resolução n°. 1524 do Bacen, que autorizava a formação de bancos múltiplos no país. De acordo com o texto da reforma, os bancos comerciais e de investimento estariam autorizados a constituírem, entre si ou com outras financeiras, como pessoa jurídica única de modo a formar um banco múltiplo, contudo, na prática a reforma significou apenas o reconhecimento institucional de um comportamento já praticado no mercado (CARCANHOLO, 2002). Ainda em dezembro de 1988, houve a criação do segmento de câmbio de taxas flutuantes, retirando do Banco Central a necessidade de utilizar suas reservas como instrumento para equilibrar a oferta e demanda do mercado por divisas³⁵.

De acordo com Prates (1997), a liberalização destas categorias de pagamentos mostrava-se um ponto central para o desenvolvimento da estratégia de abertura financeira pois facilitaria a captação de recursos e empréstimos no exterior, além de constituir-se como um fator importante para os investimentos estrangeiros no país, sobretudo, no que dizia respeito ao envio de remessas de lucros, juros e dividendos.

A partir da década de 1990, a estratégia adotada pelo governo Collor acabou seguindo as diretrizes dos organismos multilaterais e priorizando a reestruturação do modelo de inserção externa da economia brasileira. Houveram mudanças importantes quanto ao movimento da liberalização das transações de entrada durante esta gestão, as quais destacam-se as alterações acerca da redução de barreiras à entrada de

³⁴ “Neste ponto, ainda em 1987, a Resolução 1.289 estabeleceu a regulamentação que disciplinava as Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro (Anexo I), os Fundos de Investimento – Capital Estrangeiro (FICE, Anexo II), e as Carteiras de Títulos de Valores Imobiliários – Capital Estrangeiro (CTVM, Anexo III)” (CARCANHOLO, 2002).

³⁵ De acordo com Prates (1997), essa medida possibilitou a elevação dos limites quantitativos de várias operações que até então cursavam pelo mercado oficial e a ampliação do leque de pagamentos ao exterior, levando à inclusão de novos itens de despesa e receita no Balanço de Pagamentos oficial.

investidores estrangeiros no mercado de ações doméstico e a ampliação ao acesso de residentes às fontes externas de financiamento (PRATES, 1997).

As primeiras mudanças na legislação em torno destes capitais foram adotadas logo ao início de 1990, através da Resolução nº 1.743, concedendo permissão para as instituições financeiras brasileiras colocarem títulos de dívida direta no mercado de ações. E, desde então, a legislação foi alterada tanto no sentido de ampliar o leque de instrumentos financeiros à disposição de outras instituições não-financeiras para a captação de recursos no mercado financeiro internacional, quanto de alterar a própria atratividade desta modalidade de empréstimo em moeda através da modificação dos prazos mínimos de captação e da tributação incidente (PRATES, 1997).

Do ponto de vista da captação de recursos externos, a liberalização financeira no país foi caracterizada por uma expansão brutal do lançamento de títulos em moeda estrangeira por parte de empresas brasileiras (sejam *Euronotes*, *Commercial Papers*, Certificados de Depósitos, Títulos e Debêntures, *Export Securities*, etc.) e, pela forte entrada de investidores estrangeiros aplicando no mercado de capitais doméstico a partir de 1991 (CARCANHOLO, 2002).

Outra medida adotada durante o governo Collor foi a criação de mecanismos para promover maior liberdade cambial às operações realizadas em moeda nacional por parte de não-residentes. O Banco Central, por meio da Resolução nº 1.946 e a Carta Circular nº 2.242, ampliou a abrangência das permissões de abertura de contas de não-residentes (as chamadas contas CC-5) para instituições financeiras atuando no país. Em outras palavras, este mecanismo ampliou a liberdade na movimentação de capital e, portanto, elevou o grau de conversibilidade cambial da economia. Essas contas CC-5 deram acesso ao mercado financeiro brasileiro a partir das contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante, sem se sujeitarem às restrições desse tipo de aplicação, assim constituindo-se como o principal canal de entrada de capitais especulativos de curto prazo³⁶ (CARCANHOLO, 2002).

A desregulamentação financeira promovida o país durante o período 1990-93 criou condições mais favoráveis às empresas de capital estrangeiro que atuavam no

³⁶ Dentre os mecanismos implementados para facilitar a movimentação de capital estrangeiro no período 1990-93, destacam-se a possibilidade de lançar títulos de dívida direta nos mercados internacionais, o uso de contas de não-residentes em moeda estrangeira (CC-5), a permissão para pagamento por tecnologia entre filia e matriz, e a criação dos fundos de privatização para capital estrangeiro (CARCANHOLO, 2002).

país ao ampliar seus mecanismos de movimentação de capital. Em outras palavras, as alterações legislativas promovidas no país buscavam, através da redução de custos tributários e operacionais, igualar os encargos que incidiam aos capitais de empresas estrangeiras com o capital nacional. Nestes primeiros anos da experiência de liberalização financeira no Brasil houve, inicialmente, uma vultuosa expansão dos fluxos de capitais estrangeiros em busca novos investimentos e opções valorização, tendo em vista a expansão de liquidez promovida após a fase de maturação financeira no interior das economias dos países centrais³⁷.

Uma das questões centrais para a gestão macroeconômica durante essa fase inicial da liberalização financeira no Brasil era a realização dos programas de reforma e abertura anteriormente à implementação de programas de estabilização econômica, assim promovendo uma política econômica orientada a impedir o surgimento de crises cambiais e descontrole das pressões inflacionárias. A gestão macroeconômica dos fluxos de capitais no início da década de 1990 ficou caracterizada pela Intervenção Esterilizadora, a qual consistia da combinação de um regime de câmbio controlado e da esterilização dos impactos monetários do mercado de câmbio através da venda de títulos públicos³⁸. Ou seja, a política macroeconômica tornava-se subordinada aos objetivos de administrar o contexto inflacionário através das taxas de juros e câmbio, sendo essencial ao arranjo manter uma taxa de juros real positiva e elevada a fim de evitar uma fuga da moeda indexada (PRATES, 1997).

As políticas adotadas na gestão Marcílio seguiram à risca a orientação ortodoxa ao implementar uma desvalorização da moeda nacional, de modo a afastar os riscos cambiais, somada à uma elevação dos juros nominais através da emissão de títulos no exterior e aplicações nos mercados domésticos. Em relação à taxa de câmbio, o governo buscava mantê-la desvalorizada de modo a sustentar os superávits na conta de capital do balanço de pagamentos, pois uma valorização poderia significar uma piora do saldo comercial assim como estimular movimentos especulativos contra a

³⁷ De acordo com Prates (1997), apesar de serem viáveis em termos legais, a emissão de títulos como as *euronotas* e *eurobônus* no mercado internacional tornou-se uma opção de financiamento para as empresas brasileiras com custos relativamente baixos, em relação às fontes de financiamento interno e aos empréstimos bancários, apenas na década de 1990 com o reingresso do país no mercado internacional de capitais.

³⁸ De acordo com Prates (1997), essa alternativa de política consiste num regime de taxa de câmbio controlada com esterilização dos impactos monetários das intervenções no mercado de câmbio através de operações de mercado aberto. A autora considera que essa opção de política impõe um dilema às autoridades econômicas que consiste na impossibilidade de manter o controle da política cambial e monetária num ambiente de abertura financeira sem exercer pressões sobre o lado fiscal das contas públicas, a chamada “Trindade Impossível”.

moeda nacional. Além da persistência da instabilidade monetária e da fragilidade cambial, outros fatores passaram a condicionar a opção pela esterilização monetária, dentre as quais destacava-se a estratégia de acúmulo de reservas internacionais, central para a superação dessa fragilidade (PRATES, 1997).

Houve um breve período de inflexão na política macroeconômica a partir do segundo semestre de 1992, o crescente clima de instabilidade política decorrente do processo de impeachment do presidente Collor resultou em uma redução da entrada de recursos externos ao país. De modo que, frente à essas restrições externas, houve uma mudança na política macroeconômica a partir de 1993 com a implementação de medidas voltadas a ajustar o primeiro nível de abertura financeira e restringir o fluxo de capitais estrangeiros. As autoridades monetárias propuseram uma flexibilização da própria gestão macroeconômica, promovendo uma diminuição nos diferenciais entre as taxas de juros interna e externas, além de propor medidas expansionistas tanto às operações do setor externo quanto com a gestão dos títulos públicos³⁹.

A política de intervenção esterilizadora seria retomada a partir de setembro de 1993, com a consolidação da equipe econômica do ministro FHC. No que diz respeito à gestão macroeconômica, houve uma nova inflexão com um aumento das taxas de juros reais e o retorno da política de indexação a taxa de câmbio nominal com intuito de impedir a valorização da moeda nacional (PRATES, 1997). Esse redirecionamento da gestão macroeconômica estava orientado para preparar as condições econômicas ao novo programa de estabilização que seria implementado no próximo ano. Assim, a equipe econômica buscava garantir a manutenção da política de acúmulo de reservas internacionais, tida como uma pré-condição para a âncora cambial, e as intervenções do Banco Central também estavam orientadas para evitar a subcorreção do câmbio e garantir a indexação ao dólar. Além do mais, a manutenção da taxa de juros em um patamar elevado permitia a atração de capitais externos em busca de rentabilidade, além de evitar um estímulo de demanda agregada e crédito, evitando causar maiores pressões inflacionárias.

A partir de julho de 1994, com a implementação da reforma monetária do Plano Real, que instituía a nova moeda nacional e sua paridade com o dólar americano, a

³⁹ De acordo com Prates (1997), as operações de esterilização foram retomadas a partir de julho do mesmo ano, contudo, foram adotadas em um ritmo insuficiente para neutralizar o impacto monetário expansionista do setor externo.

gestão macroeconômica passaria por uma nova reorientação referente aos controles sobre a taxa de câmbio e os fluxos de capitais. Havia uma forte preocupação por parte das autoridades econômicas com os impactos que a política de intervenção esterilizadora causava nas contas públicas e, assim, o peso excessivo da dívida pública resultante da emissão de títulos dificultava o avanço das medidas de ajuste fiscal necessárias ao programa de estabilização. O Banco Central então assumiu, em primeiro momento, sua posição de permitir a valorização da moeda nacional ao retirar-se do papel de equilibrar a oferta e demanda de divisas no mercado de câmbio.

De acordo com Prates (1997), o principal objetivo dessa mudança na política cambial foi a utilização da valorização da taxa de câmbio e a absorção de recursos externos como instrumentos centrais da estabilização monetária. Porém, a política de valorização cambial somada à intensificação da abertura comercial acabaram gerando déficits comerciais significativos ao final de 1994, o que forçou o Banco Central voltar a intervir no mercado adotando uma política informal de bandas cambiais. Na visão da equipe econômica do governo, esses déficits comerciais deveriam ser facilmente financiados através do ingresso de vultuosos recursos externos, além de auxiliarem na condução da política monetária, pois absorveriam o excesso de oferta de divisas. No entanto, o que veio a se evidenciar ao final desse ano foi o risco trazido por essa estratégia de âncora cambial no processo de estabilização por meio da absorção de capitais de curto prazo, a crise do México já causava instabilidades nos mercados.

Os efeitos da crise mexicana foram sentidos por todos os mercados financeiros da região, a onda de instabilidade e incerteza quanto ao comportamento dos fluxos de capitais internacionais geraram uma forte retração de liquidez. Para o Brasil, a crise significou uma significativa redução dos investimentos em carteira estrangeiros nos títulos e ações emitidos por empresas e instituições financeiras do país. A mudança na direção dos fluxos de capitais resultaram em uma rápida deterioração das contas externas do governo, assim como uma perda expressiva de reservas internacionais⁴⁰.

Frente às fortes instabilidades e incerteza provocada pela deterioração da crise e das contas externas do governo, o Banco Central voltou a intervir nos mercados de

⁴⁰ Prates (1997) aponta que para além das vendas maciças de ações detidas por investidores estrangeiros nas bolsas de valores locais, as aquisições de papéis brasileiros no exterior por parte destes agentes também foram virtualmente interrompidas durante essa fase. Segundo a autora, essa mudança de comportamento dos agentes ocorreu diante da necessidade de cobertura das perdas com posições em títulos mexicanos e argentinos.

câmbio, em um primeiro momento, praticando minidesvalorizações da moeda para que, em seguida, efetuasse uma venda significativa de divisas e redefinir uma faixa de variação da moeda nacional em um regime de bandas, agora oficial. Com isso, a autoridade monetária também tornou a realizar ajustes no grau de abertura financeira como um instrumento auxiliar na gestão dos fluxos de capitais:

Nos momentos de abundância de divisas, como em outubro de 1994 e agosto de 1995, o Bacen impôs restrições à entrada de capitais, penalizando os recursos mais voláteis com o objetivo de diminuir a intensidade e a frequência de suas intervenções nos mercados cambial e monetário [...] Ao mesmo tempo, num momento de queda das reservas e saídas de capitais, como no primeiro trimestre, a eliminação das restrições existentes constituiu um instrumento adicional para atrair os fluxos e para deter o refluxo de capitais, atenuando as pressões sobre a política monetária (PRATES, 1997).

A estratégia de estabilização implementada obteve um sucesso inconteste no controle inflacionária e na obtenção de superávits nas contas públicas, contudo esse relativo sucesso mostrou-se breve frente a deterioração subsequente tanto das contas do governo quanto das condições de liquidez internacional que balizaram o programa de estabilização. Assim, as políticas de enfrentamento aos impactos negativos ligados à crise mexicana fizeram com que a economia brasileira passasse por um processo de fragilização crescentes das finanças do governo e do sistema bancário, impondo que os anos seguintes ao Plano Real foram de uma reversão dos ciclos de liquidez internacional e de um cenário de forte deterioração do balanço de pagamentos. Tanto as medidas de abertura comercial como a sobrevalorização cambial, além do ritmo de crescimento lento das exportações, provocaram um déficit comercial significativo. A conta de transações correntes também se tornou deficitária em decorrência à um déficit na balança de serviços, agravado pelo crescimento das remessas de lucros, dividendos e pagamento de juros.

Para Carcanholo (2002), os crescentes déficits em transações correntes foram financiados pela entrada de capital externo na forma de endividamento e investimento externo, isso acabou provocando um aumento expressivo do passivo externo que, em um segundo momento, se traduziu no crescimento do déficit na conta de serviços e do próprio déficit em transações correntes. De modo que, a dependência extrema em relação aos capitais externos, dentro de um sistema monetário internacional altamente volátil, fez com que a economia brasileira desenvolvesse uma baixa capacidade de

reação frente choques externos. Essas características de fragilidade e vulnerabilidade financeira se caracterizaram como restrições estruturais ao crescimento econômico durante a segunda metade da década de 1990⁴¹.

O desenvolvimento deste problema de déficit externo crônico fez com que as autoridades monetárias mantivessem as taxas de juros domésticas altas em relação ao diferencial internacional, assim provocando uma limitação para o uso das políticas monetárias. Por sua vez, as altas taxas de juros também representavam a elevação dos custos de rolagem da dívida pública, levando à uma situação insustentável de seu serviço. Dado o compromisso da estabilidade monetária, o governo se viu obrigado a esterilizar o efeito expansionista da dívida pública (CARCANHOLO, 2002).

Apresentaram-se duas opções não excludentes. Ou o governo financiava o endividamento público crescente emitindo novos títulos públicos, em um processo de rolagem, ou promovia fortes processos de ajuste fiscal, incluindo elevação de receitas, cortes nos gastos e ampliação do programa de privatizações (CARCANHOLO, 2002).

Outra característica marcante dessa vulnerabilidade externa estrutural para a dinâmica de crescimento do país foi o desenvolvimento de uma trajetória de *stop-and-go* da economia brasileira. Isso pois qualquer melhora que se transformasse em uma elevação da renda nacional provocaria um aumento da demanda por importações, de modo a agravar ainda mais os déficits em transações correntes e impor a necessidade de redução do nível de renda através da manutenção de taxas elevadas de juros. Os níveis crescentes de endividamento externo e interno expunham a incapacidade da economia brasileira crescer de forma sustentada durante o período, sendo que o alto patamar dos juros tornou-se um instrumento de redução do nível de renda nacional e mecanismos para sustentar um fluxo de capitais externos (CARCANHOLO, 2002).

As vulnerabilidades financeiras do Brasil tornaram-se evidentes mais uma vez durante a eclosão da crise asiática no segundo semestre de 1997, dando início a um novo processo recessivo que tomaria conta do país. A contração da liquidez externa se materializou em uma fuga de capitais dos mercados brasileiros e fez com que as reservas internacionais fossem duramente afetadas, caindo de US\$ 63 bilhões para

⁴¹ Para Carcanholo (2002), a armadilha financeira nas contas externas se manifestou assim em um endividamento externo crescente, tanto pelo crescimento da dívida como também pelo aumento do passivo externo, por conta do círculo vicioso de realimentação do financiamento externo e déficits crescentes.

US\$ 52 bilhões entre agosto e dezembro. A resposta do governo à crise se deu através de um novo pacote de políticas restritivas, destacando-se uma nova elevação da taxa de juros e medidas de ajuste fiscal. Os efeitos desse choque na economia, apesar de terem conseguido reverter parte dos fluxos negativos de capitais, se caracterizaram pela desaceleração do crescimento e elevação da dívida interna. A situação do Brasil no que diz respeito à vulnerabilidade financeira permaneceu desfavorável, apesar dos esforços das autoridades econômicas a sanar os efeitos recessivos, devido em grande medida às instabilidades crescentes nos mercados financeiros internacionais frente a eclosão da crise russa no ano seguinte⁴².

O cenário de instabilidade se aprofundou durante o segundo semestre de 1998 com grandes saídas de capital de curto prazo somado à ataques especulativos feitos contra o real, o que ocasionou na perda expressiva de reservas internacionais com a tentativa do Banco Central controlar as cotações e manter o regime de bandas. Essa deterioração do quadro financeiro do país também foi acompanhada uma queda da credibilidade da economia brasileira nos principais mercados financeiros, sinalizado pela queda nos preços dos títulos do Tesouro (CARCANHOLO, 2002).

A contínua deterioração do balanço de pagamentos, sobretudo em relação ao déficit em transações correntes insustentável, colocou em dúvida a sustentabilidade das contas públicas e a própria política fiscal brasileira como fiadora da estabilidade macroeconômica. Cresciam as ameaças quanto à insolvência da dívida e os riscos de formação de uma crise cambial no país, fazendo com que o governo buscasse fechar um acordo com o FMI na tentativa de se antecipar ao colapso da moeda⁴³.

De acordo com Lopreato (2015), o Programa de Estabilidade Fiscal, assinado com o FMI em novembro de 1998, seguia a linha teórica já traçada pelas autoridades econômicas do país e propunha um aprofundamento do ajuste fiscal estrutural como meio de sanar os impactos da contração financeira. Sendo assim, a revisão do papel do Estado também se tornou um pilar para o estabelecimento do novo regime fiscal, ao promover uma importante reestruturação patrimonial e retirar o espaço da ação

⁴² A resposta da política econômica doméstica novamente se caracterizou por medidas restritivas como a subida da taxa de juros, chegando a atingir 49% ao ano, além de concessões tributária ao capital externo.

⁴³ Para Prates (2002), a crise brasileira teria várias semelhanças com a crise mexicana que a antecedeu, contudo, uma das razões para que a crise tivesse uma menor intensidade no Brasil foi que o colapso do câmbio não se transformou em uma crise bancária (apesar da crescente fragilização do setor), isso permitiu que os efeitos da recessão não se tornassem em fenômenos de desmonetização (Argentina) e desintermediação (México).

estatal o projeto transferia para o setor privado a tarefa de dinamizar a economia. Essa adoção de novas regras fiscais e o princípio de solvência da dívida pública firmavam o caminho da política fiscal como guardião da estabilidade macroeconômica, firmando a integração da economia brasileira aos mercados globalizados.

Dentre as exigências do FMI para a liberalização do alívio financeiro estavam incluídas a manutenção do regime cambial e abertura comercial, a aceleração das privatizações, a aprovação de reformas liberais na esfera trabalhista, a continuidade de um programa de ajuste fiscal por três anos, impondo novas metas de superávit primário e pagamento de juros, e o comprometimento de não efetivar novos controles à saída de capital externo (CARCANHOLO, 2002).

Contudo, apesar dos esforços em alargar a banda cambial e evitar o colapso do regime de câmbio, em janeiro de 1999 houve uma intensa saída de capitais que provocou um grave processo de desvalorização do real. No decorrer desse processo o Banco Central arcou com duras perdas de reservas internacionais que, em última instância, levaria ao abandono do regime de câmbio em detrimento de um sistema de determinação que ficasse por conta das flutuações no mercado. Neste novo arranjo de flutuação cambial, as intervenções do Banco Central aconteceriam em momentos específicos para evitar o descontrole da cotação, sobretudo, por meio da venda das reservas em dólares ou títulos com proteção cambial. Contudo, essa alteração do regime cambial, entretanto, não significou uma melhora macroeconômica do país, pois a desvalorização cambial provocou um crescimento expressivo da dívida pública que estava indexada ao dólar. As dívida líquida do setor público, a dívida mobiliária federal e o estoque do passivo externo continuaram crescendo ao longo da crise cambial, apresentando uma melhora apenas em 2001⁴⁴.

As restrições externas perduraram durante os primeiros dois anos da década de 2000, que ainda foi marcada por incertezas e dificuldades financeiras resultantes do processo recessivo dos anos anteriores, e só apresentariam sinais de melhora a partir de 2003, com melhores condições para a liquidez internacional e evolução dos indicadores do balanço de pagamentos do país. Mas, embora tenha havido melhorias

⁴⁴ Em agosto de 2001, o governo firma um novo acordo com o FMI em substituição ao de 1998. O novo acordo previa um pacote de alívio financeiro no valor de US\$ 15 bilhões que deveriam ser pagos através de cortes no orçamento do governo e estabelecimento de uma nova meta de superávit primário nos dois anos subsequentes.

significativas na inserção externa da economia brasileira o novo governo carregava heranças das alterações realizadas pela gestão anterior.

(b) O período 2003-2014: crescimento distributivo, mas mantendo-se os cânones da abertura econômica e do modelo de Metas de Inflação

Para Lopreato (2015), os primeiros anos da gestão Lula seguiram as diretrizes macroeconômicas estabelecidas em 1999 e mantiveram o foco central para a estratégia econômica na ideia da *contração fiscal expansionista*⁴⁵.

Os primeiros anos do governo Lula se beneficiaram de melhoras na condição externa, sobretudo, devido ao novo movimento de expansão da liquidez internacional e do crescimento no ritmo do comércio mundial. A entrada de recursos externos se mostrou um alívio para o balanço de pagamentos, além de contribuir para a redução do grau de restrição externa à qual a economia brasileira estava submetida, além de viabilizar o pagamento dos compromissos com o FMI em 2004 (PRATES, 2006).

Durante o período 2003-05, o país entrou em uma fase de rápido crescimento econômico, alavancado pela dinâmica de expansão do mercado externo e ao perfil de inserção internacional. Partiu-se de uma situação em que as contas públicas nacionais se encontravam ajustadas e na qual vigorava o arranjo macroeconômico herdado da gestão anterior, articulando o regime de metas de inflação com o câmbio flutuante e a manutenção do ajuste fiscal com metas de superávit primário, que, por sua vez, se traduziam em uma política de elevados patamares de juros domésticos. No entanto, a combinação da melhora das condições e do movimento da liquidez internacional a partir de 2003 e o crescimento do ritmo do comércio internacional com aumento nos preços dos produtos primários, representou um impulso para as exportações, além do aumento na formação bruta de capital fixo nos setores produtores de matérias-primas e naqueles intensivos nessas (CORRÊA & DOS SANTOS, 2013).

De acordo com Cintra (2015), durante essa fase inicial as transações correntes apresentaram uma melhora significativa em relação ao período anterior, apresentando

⁴⁵ Para Biancarelli (2014), a eleição de Lula em 2002 se inseria em um contexto econômico difícil, marcado por sinalizações ao mercado e promessas à ortodoxia econômica. Mas, ao longo de sua gestão correram mudanças quanto às prioridades do governo, tais como o combate à desigualdade, distribuição de renda e retomada do crescimento, tudo isso enquanto mantinham-se as diretrizes macroeconômicas vigentes.

um comportamento de superávit de cerca de 2% do PIB até meados de 2008. Não só a conta de transações correntes operou com expressivos superávits ao longo destes anos como também foi o caso conta financeira, que chegou a atingir um superávit recorde de US\$ 88,3 bilhões em 2007. Além disso, o intenso movimento de recursos direcionados à economia brasileira, seja pela captação nos mercados financeiros ou através da atividade exportadora, possibilitando o acúmulo de reservas internacionais.

Enquanto o crescimento econômico dos primeiros anos do governo Lula pode ser atribuído à dinâmica favorável dos movimentos de liquidez e avanço do comércio internacional, responsáveis por alavancar os setores exportadores e obter resultados positivos no campo dos investimentos domésticos e das contas públicas, o período seguinte seria caracterizado por uma inflexão tanto da política macroeconômica como dos motores do desenvolvimento econômico. De modo que o avanço do crescimento ao longo do período 2006-2010 foi puxado pela dinâmica da expansão da demanda interna, fortemente ligada ao desenvolvimento de políticas centradas na mudança do papel do Estado e expansão dos gastos públicos, sem aumento na alíquota tributária ou comprometer as metas do superávit primário.

Para Corrêa e Dos Santos (2013), a decisão interna para a realização de uma política fiscal expansionista, sem prejudicar o arranjo macroeconômico vigente, surgiu a partir das oportunidades abertas pela maior geração de emprego com mudança do perfil da renda familiar após 2003. O aumento da renda familiar média, em decorrência do aumento da formalização do mercado de trabalho, as políticas de valorização do salário mínimo e elevação dos salários médios formais permitiram que a economia crescesse de forma consistente, simultaneamente, com a redução da pobreza. Nesse sentido, a arrecadação tributária decorrente da melhor atividade econômica fez com que fosse possível ampliar os gastos sociais e investimentos públicos, que seriam os motores do desenvolvimento econômico durante este período, sem ocasionar em um aumento do endividamento público⁴⁶.

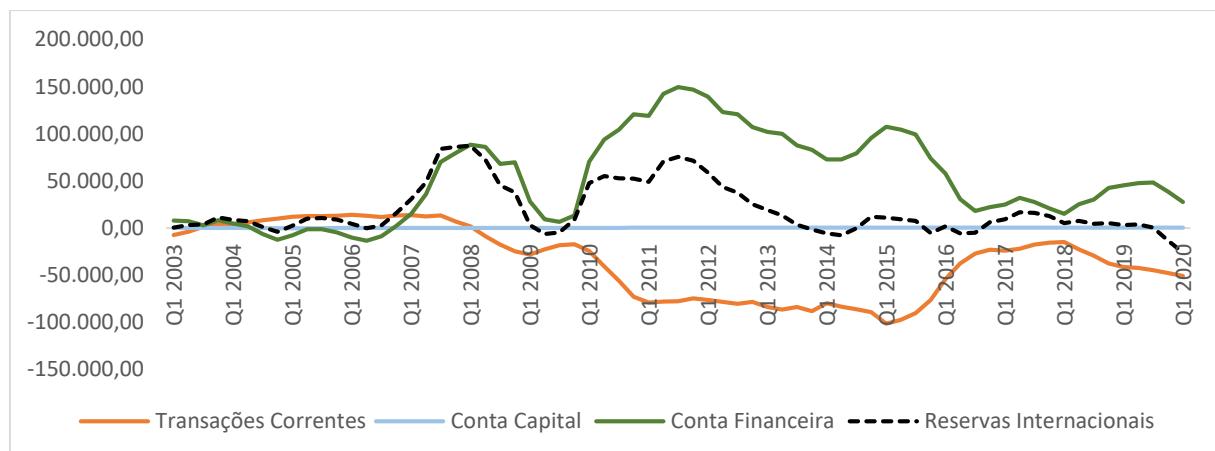
Outro aspecto essencial das medidas expansionistas trazidas pela inflexão da política econômica foi o aumento da participação dos bancos públicos na expansão

⁴⁶ Carvalho (2018) afirma que programas como o Bolsa Família, as transferências de assistência previdenciária e a política de valorização real do salário mínimo não foram somente importante para reduzir as desigualdades de renda e estimular o consumo, mas também produziu uma mudança na estrutura de renda das famílias, criando um ciclo virtuoso de dinamismo do mercado interno que elevou os salários das ocupações de menor qualificação e estimulou o crescimento de setores industriais, como o da construção civil.

do crédito doméstico, tanto aos investimentos privados quanto ao consumo. A forte ampliação do crédito ao consumo e acesso da população de baixa renda ao mesmo foi essencial para dinamizar o modelo de produção e consumo de massa no país, que representava uma oportunidade extraordinária devido ao potencial rendimentos de escala proporcionados pelas dimensões do mercado interno a capacidade de ativar elos produtivos e empresariais domésticos (BIELSCHOWSKY, 2014).

A eclosão da crise do *subprime* em 2007 entrecortou o período de expansão econômica do país entre 2006 e 2010, resultando em uma importante reversão dos fluxos financeiros do país e impactando o ritmo de crescimento do país. No entanto, a recuperação econômica foi relativamente rápida e mais sólida que em outros países em função da resposta anticíclica do governo a partir da atuação dos bancos públicos expandindo o fornecimento de crédito e de investimentos estatais em infraestrutura. Vale ressaltar também que o movimento de saída dos capitais durante a fase aguda da crise do *subprime* não ocasionou uma crise cambial no país em razão do elevado grau de liquidez garantido pelas reservas internacionais acumuladas durante os anos de alta liquidez e setor externo favorável.

Gráfico 16 – Brasil: Balanço de Pagamentos (BP) e suas subcontas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

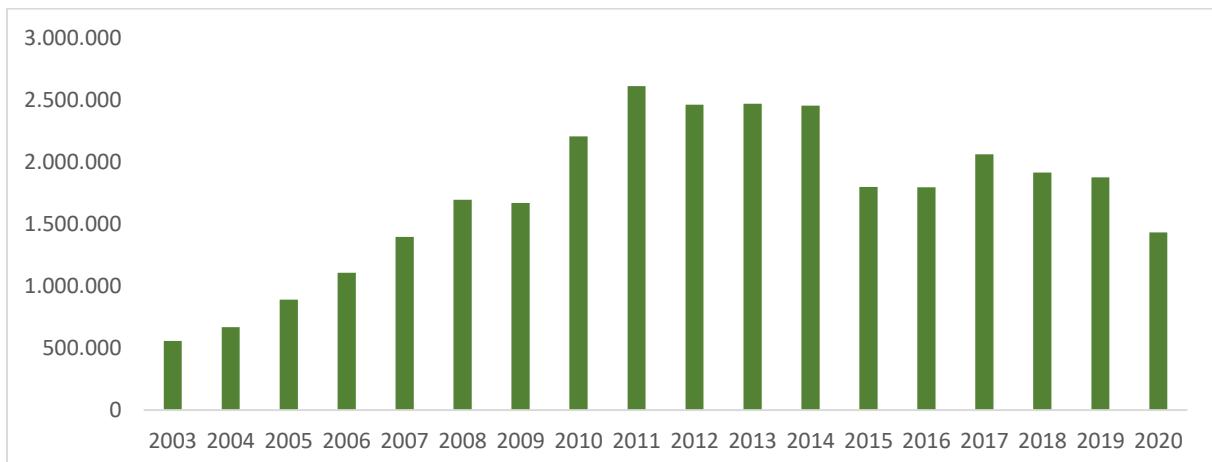
* A Conta Financeira foi obtida através do somatório das contas de Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira, Derivativos e Outros Investimentos, além de ter sido multiplicada por -1 para facilitar a leitura e compreensão da lógica de entrada dos fluxos financeiros.

Apesar do forte crescimento econômico no cenário pós-crise, havia indicadores de deterioração das contas do governo, já haviam sinais do desempenho mais fraco da balança comercial, deterioração do déficit das transações correntes e aumento das

pressões inflacionárias. De modo que a opção do governo pela manutenção do arranjo macroeconômico, destacando-se o regime de metas de inflação e superávit primário, pressionava por uma reversão do caráter expansionista das políticas econômicas. O período 2011-14 ficaria então marcado pela reorientação da política econômica e pela perda do dinamismo de crescimento, frente um cenário externo menos favorável em termos da retração do comércio mundial.

A partir de 2010 houve uma mudança na orientação das políticas econômicas do governo que tiveram impacto sobre a própria dinâmica do modelo de crescimento, com a adoção de medidas contracionista e retirada parcial dos investimentos públicos do papel central de alavanca para a expansão econômica. Em um primeiro momento, as medidas adotadas foram: i) política monetária contracionista, através do controle dos empréstimos e aumento de juros; ii) busca pela meta cheia de superávit primário e redução dos gastos públicos, marcadamente dos investimentos; iii) não aumento real do salário mínimo em 2010; e, iv) tendo em vista a dinamização industrial, também foram promovidas políticas de desonerações tributárias e estabelecimento de controle de capitais para conter a valorização cambial (CORRÊA & DOS SANTOS, 2013).

Gráfico 17: Brasil – Produto Interno Bruto (PIB) a preços correntes dados trimestrais em US\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *World Economic Outlook* (FMI).

O prolongamento da crise europeia e a desaceleração do crescimento global acabaram afetando o desenvolvimento da economia brasileira que sofria com esse cenário externo desfavorável. As contas nacionais já indicavam a desaceleração dos investimentos, além de uma continua piora nas transações correntes, fazendo com que fosse proposto uma redução das taxas de juros domésticas e reversão das

medidas macroprudenciais, como instrumento de reativação da atividade industrial. O ajuste fiscal se manteria, todavia, pois uma política monetária expansionista só podia ser adotada enquanto se mantivesse o foco com o regime de metas de inflação e com o superávit primário. Assim, o novo conjunto de políticas envolvia uma redução dos juros e desvalorização do câmbio como estratégia de apoio à indústria, de modo que o ajuste fiscal era visto como contrapartida necessária à redução dos juros.

O que se pode observar, em relação às medidas implementadas para combater a desaceleração da atividade econômica, foram resultados pouco expressivos do PIB. Essa desaceleração da economia brasileira, apesar de estar ligada ao reduzido ritmo de crescimento do comércio mundial no período, que mesmo assim contava com um volume significativo de recursos através da conta financeira, deve-se muito à retirada dos investimentos públicos como alavanca central da dinâmica de crescimento. Essa dinâmica conjunta acabou comprometendo as decisões de investimento privado, em especial na aquisição de máquinas e equipamentos, provocando impactos negativos sobre a produção de bens de capital domésticos (CORRÊA & DOS SANTOS, 2013).

Ao contrário dos argumentos dos defensores da austeridade, a desaceleração do crescimento econômico até meados de 2014 não foi decorrência dos excessos de gastos do governo, subsídios de preços administrados e perda de confiança frente os mercados internacionais, mas sim, resultado de uma queda conjunta de investimentos públicos e privados que acabaram desarticulando a dinâmica de crescimento. Assim, na medida em que o ritmo da atividade econômica arrefecia surgiam outros problemas ligados à esta desaceleração, tais como pressões sobre as contas públicas decorrente da queda da arrecadação, por um lado, essa queda era decorrente das políticas de isenções fiscais implementadas nos anos anteriores e, por outro lado, com um ritmo menor de crescimento do PIB o governo, por sua vez, arrecadava menos. A situação tornava a se agravar conforme, no mesmo ano, se observava uma piora no saldo em Transações Correntes, associado a um quadro de deterioração dos desequilíbrios macroeconômicos no país (MELLO ET AL., 2018).

(c) Aprofundamento da liberalização econômica e teto de gastos: 2015 em diante

A opção das autoridades para lidar com os impactos da desaceleração do ritmo de crescimento econômico foi a de lançar um conjunto de políticas de austeridade

econômica com o foco no ajustamento das contas públicas e recomposição da rentabilidade de setores específicos. O diagnóstico de que os desequilíbrios seriam produto desta piora da situação fiscal do governo, além de um sobreaquecimento do mercado de trabalho que também pressionava a inflação.

Houve então uma inflexão na orientação das políticas econômicas em direção à uma guinada ortodoxa, ficaria conhecido como o *Choque Recessivo*, dando início à uma série de medidas contracionistas nos campos fiscal, monetário e cambial. Dentre as medidas adotadas destacavam-se a elevação da taxa básica de juros, retirada dos subsídios sobre os preços administrados, um choque de desvalorização cambial e um ajustamento nos gastos públicos⁴⁷. Contudo, a adoção da austeridade como resposta aos impactos da desaceleração do crescimento econômico se mostraram ineficazes em reverter o cenário recessivo a qual o país adentrava. As medidas contracionistas implementadas não surtiram efeito na retomada do crescimento e tampouco geraram uma melhora das contas públicas do governo, tais políticas apenas aprofundaram os desequilíbrios macroeconômicos e mergulharia a economia em uma espiral recessiva.

O que se verificou no período posterior à adoção do *Choque Recessivo* foi uma forte queda no consumo das famílias e nos investimentos privados, como um produto do aumento da taxa de juros, e consequentemente do crédito, e aumento da pressão inflacionária provocada pelo impacto da retirada dos subsídios e aumento dos preços administrados, além disso, pode-se observar que a opção pela rápida desvalorização do câmbio representou um agravamento da inflação por alterar as estruturas de custos das empresas (BELLUZZO & GALÍPOLO, 2017).

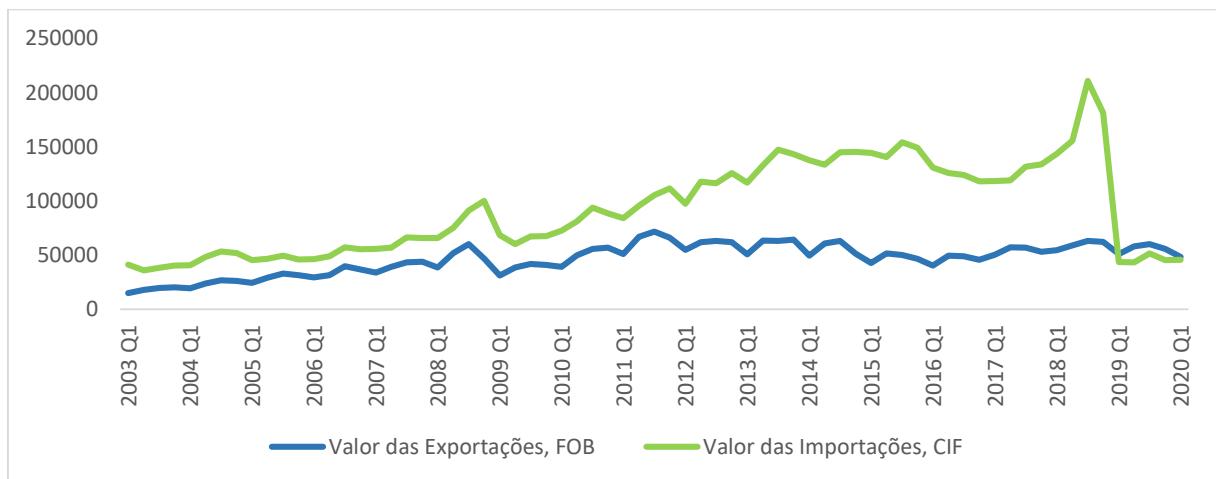
O gráfico 18 nos mostra o diferencial entre os valores das exportações e das importações no Brasil no período 2003-2019. Entre 2003 e 2010, podemos observar que apesar do valor das importações serem superiores às exportações o movimento dos dois se manteve constante, porém, a partir de 2011 se observa uma tendência ao crescimento acelerado do valor das importações em relação ao valor exportado.

Este movimento nos apresenta indícios de que as exportações brasileiras, além de sofrer com a desaceleração do ritmo de crescimento econômico mundial e de um

⁴⁷ Para Arestis e Terra (2015), a adoção do pacote ortodoxo pelo governo visava a recuperação da credibilidade das autoridades econômicas por meio da manutenção dos compromissos com a estabilidade fiscal e redução do papel dos setores públicos da economia. Com isso, esperava-se recuperar os investimentos privados conforme o governo reconquistava a confiança e melhorava as expectativas dos mercados.

comércio internacional menos dinâmico, não tiveram o desempenho esperado com as medidas de desvalorização cambial postas em prática no período. Ademais, o diferencial entre os valores das duas rubricas também evidencia o processo de desindustrialização que a economia brasileira enfrentou nas últimas duas décadas.

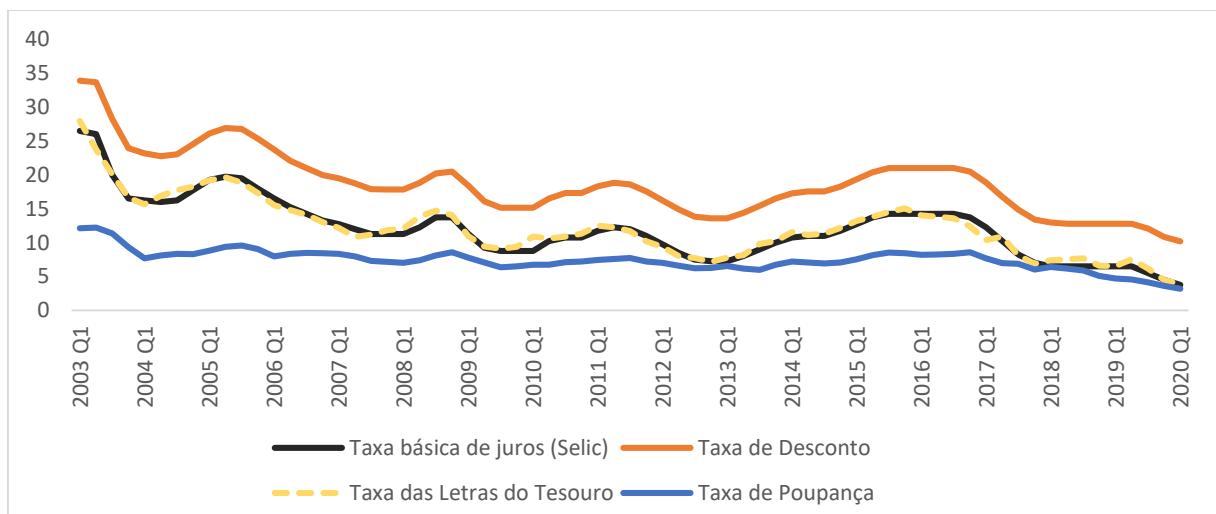
Gráfico 18: Brasil – Diferencial entre os valores das Exportações e Importações (dados trimestrais em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* As modalidades de frete FOB (Free On Board) e CIF (Cost, Insurante, Freight) são utilizadas quando se tratam de cargas de alto valor agregado ou o custo de frete é muito alto.

Gráfico 19: Brasil – Taxa de juros (Selic) e indicadores selecionados (dados trimestrais em % a.a.)

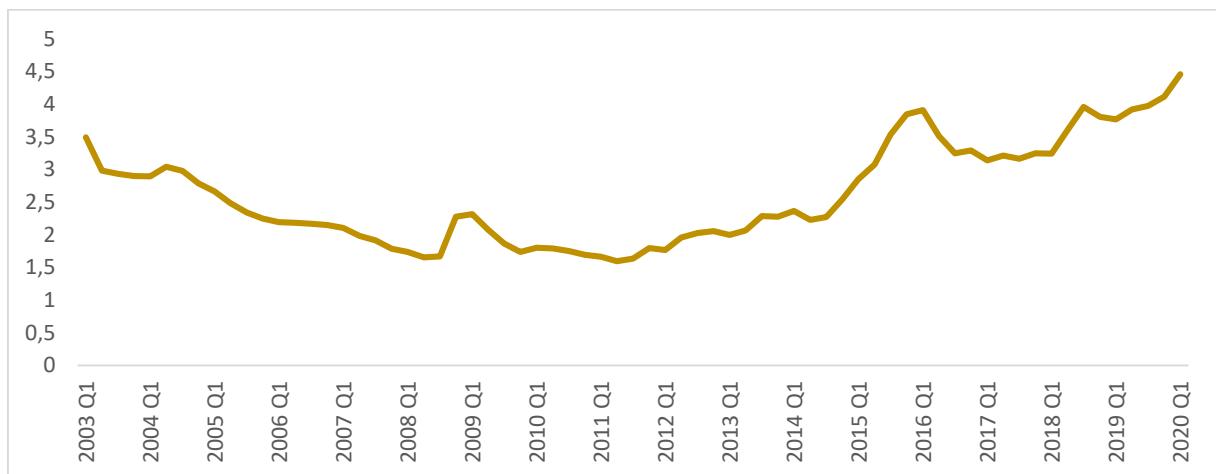


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

A taxa de câmbio brasileira durante o período em questão apresentou uma fase de forte tendência à apreciação de 2003 até meados de 2011 e, em seguida, retornou

ao seu processo de desvalorização crescente nos anos seguintes. Podemos notar que o processo da desvalorização da moeda doméstica acompanhou os movimentos, até certa medida, da Conta Financeira, sobretudo, a partir de 2013, quando se verificou um movimento forte de saída de recursos financeiros do país. A desvalorização que ocorreu durante a segunda metade do período mostrou-se um impacto da importante desaceleração econômica que o país enfrentou pós-2014 e também das turbulências políticas que viriam a culminar do *impeachment* de sua presidenta.

Gráfico 20: Brasil – Taxa de Câmbio Doméstica Real por US\$ (dados trimestrais)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

De acordo com Fritz e Prates (2014), a trajetória do câmbio brasileiro tem sido fortemente influenciada pela dinâmica das transações no mercado de derivativos que, tanto antes quanto depois da crise financeira global, tendo um papel central para as pressões pela apreciação da moeda brasileira. Esse forte dinamismo apresentado no mercado de derivativos cambiais apresentou novas dificuldades para que a autoridade monetária do país pudesse influenciar a determinação da taxa de câmbio, tenha sido por meio de intervenções convencionais como, também, afetando a eficácia das CMTs (*Capital Management Techniques*).

A forte influência dos mercados de derivativos na determinação da taxa de câmbio brasileira é tratada por Fritz e Prates (2014) como uma consequência direta do processo de sofisticação financeira decorrente do período de alta inflação das décadas de 1980 e 1990, que disseminaram os instrumentos de indexação de contratos como forma de proteção contra a desvalorização do real, de modo que a indexação prevenia a dolarização do país enquanto também reduzia os riscos de desintermediação bancária.

Assim, observamos que durante os períodos de “aversão ao risco” baixa, destacando as fases entre 2003-08 e 2009-2011, houve uma elevada demanda de investidores institucionais estrangeiros para participar de aplicações em mercados futuros no país, alimentando a dinâmica de pressão sobre a apreciação de câmbio, sobretudo, através de operações com derivativos de *carry trade*.

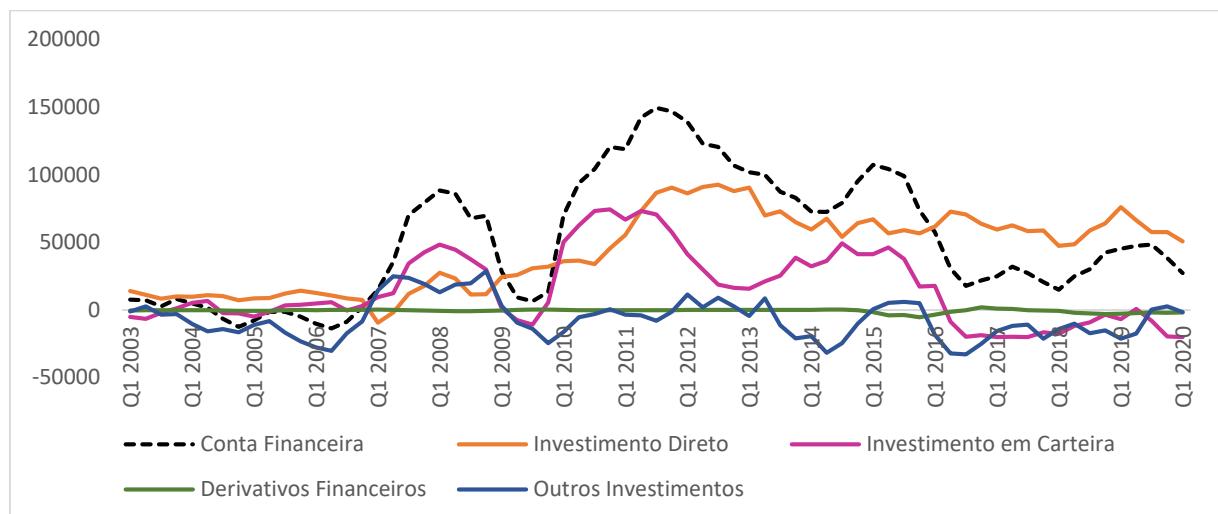
Tendo em vista as dificuldades para implementação das *Capital Management Techniques* (CMT) no país, no que se refere o baixo alcance dessas medidas no caso dos fluxos de investidores estrangeiros e residentes não-financeiros, as autoridades regulatórias passaram a buscar a implementação de novas categorias de controles de fluxos financeiros, aplicados especificamente às operações de agentes estrangeiros, residentes, financeiros ou não-financeiros, as chamadas *Derivative Management Techniques* (DMT), a partir de 2010 (FRITZ & PRATES, 2014).

3.1.2 Análise dos fluxos da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos do Brasil no período entre 2003 a 2019

No que se refere à dinâmica da conta financeira do balanço de pagamentos da economia brasileira, podemos observar que, a despeito de momentos específicos nos quais se verificou uma fuga acentuada de capitais, a conta financeira se manteve em um padrão superavitário na maior parte do período. O Gráfico 21 nos apresenta os momentos de forte dinamismo financeiro, sobretudo, durante a expansão de liquidez no pós-crise, aonde a economia brasileira mostrou-se uma praça financeira com alta atratividade. Dentre as principais subcontas, notamos que os fluxos de Investimento Direto e Investimento em Carteira foram as rubricas responsáveis por uma grande parcela do dinamismo do mercado financeiro doméstico, com destaque aos fluxos de Investimento Direto, ao longo do período em questão, de modo a assegurar a sustentabilidade do balanço de pagamentos (SOUZA, 2021).

O que queremos destacar aqui é que a análise dos fluxos líquidos precisa ser realizada em seu formato agregado total, como expresso no Gráfico 21, mas também através do detalhamento dos fluxos de residentes (ativos) e estrangeiros (passivos) em cada uma das rubricas da Conta Financeira. Assim, com isso procuramos trazer esclarecimentos sobre a dinâmica do movimento desses recursos durante o período.

Gráfico 21 – Brasil: Conta Financeira (CF) e suas subcontas líquidas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* A Conta Financeira foi obtida através do somatório das contas Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira, Derivativos Financeiros e Outros Investimentos, além de ter sido multiplicada por -1 para facilitar a leitura e compreensão da lógica de entrada dos fluxos financeiros.

Para que possamos observar os movimentos de entrada e saída dos capitais, além de seu detalhamento entre a composição dos residentes (ativos) e estrangeiros (passivos), devemos traçar uma periodicidade com o intuito de avaliar a dinâmica da liquidez internacional e como essa influenciou os movimentos de capitais financeiros:

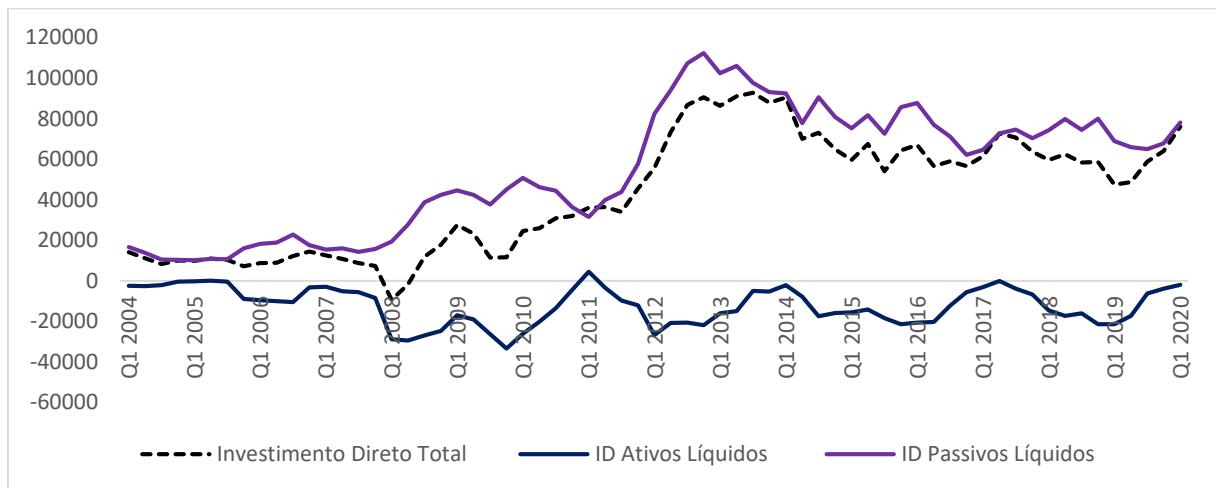
- (i) **Forte expansão dos capitais dirigidos ao país entre 2003 e 2008**, tendo em vista a melhora das condições da liquidez internacional e o crescimento dos preços da *commodities*, pode se observar um movimento de entradas significativas de capitais no país, sobretudo, aproveitando os diferenciais de rentabilidade ofertados pela taxa básica de juros doméstica em relação à trajetória das taxas de juros norte-americanas;
- (ii) **Reversão do ciclo de liquidez e saída de recursos no agravamento da crise do sumprime entre 2007-08**, como resultado da crise financeira se observou no mundo uma retração tanto da liquidez internacional como dos fluxos de comércio mundial e, ainda por cima, queda dos preços das *commodities*, o que levou à um movimento de “fuga para a qualidade” dos recursos financeiros para fora do país;
- (iii) **Recuperação dos fluxos de capitais e retorno dos investimentos no país a partir da segunda metade de 2009 até meados de 2013**, pois com

as respostas anticíclicas perante a crise, tal quais a redução das taxas de juros norte-americanas e o início da política de *quantitative easing* nos países centrais, houve uma forte injeção de liquidez no mundo. No caso do Brasil, a injeção de liquidez promoveu um retorno dos capitais financeiros para o mercado brasileiro, tendo em vista a busca pela valorização de curto prazo aproveitando os grandes diferenciais de juros ofertados;

- (iv) **Redução do ritmo de entrada e queda dos fluxos a partir de 2014**, o período de retração dos fluxos de recursos externos não se deu por causa da “falta de credibilidade” da economia brasileira e suas instituições, como havia sido propagado, mas sim devido às características estruturais do sistema monetário internacional que resultam na instabilidade dos fluxos de capital financeiro dirigidos aos países periféricos;
- (v) **A estabilização dos fluxos de recursos em um nível mais baixo a partir de 2016**, após os movimentos de saídas de recursos em meados de 2015, os capitais passaram a se estabelecer em um patamar mais baixo, porém constante, de 2016 em diante tanto pelo fraco dinamismo econômico do país como da nova fase de forte instabilidade e incerteza vivenciada no mundo todo durante o mesmo período.

Assim sendo, deve ser feito um destaque para o fato de que a periodicidade do movimento de capitais financeiros segue, majoritariamente, a dinâmica da liquidez internacional, porém também apresenta especificidades quando à própria realidade da economia brasileira durante o período em questão.

Gráfico 22 – Brasil: Investimento Direto (ID) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Investimentos Diretos de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

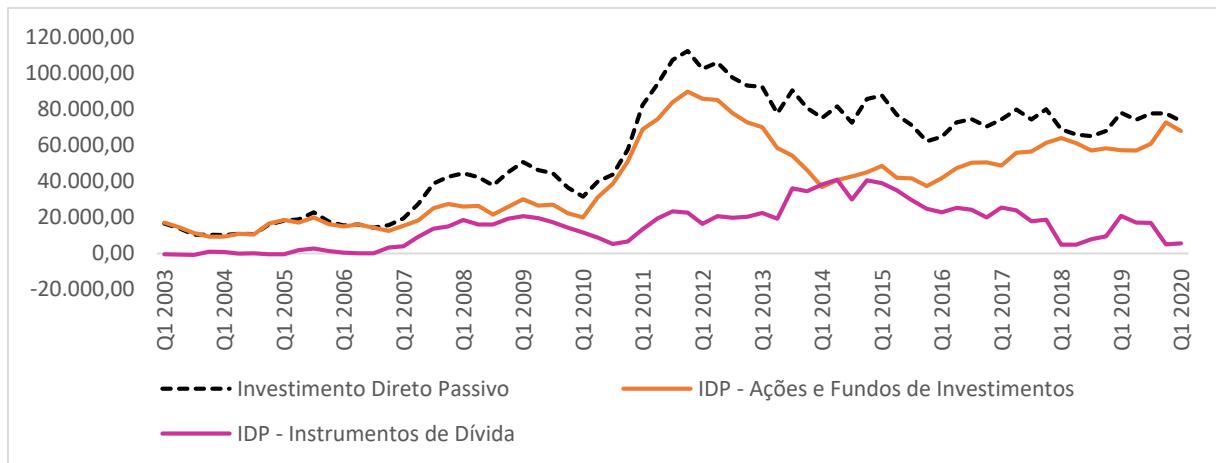
Como vimos anteriormente, além de sanar maiores desequilíbrios no balanço, a rubrica dos Investimentos Diretos se apresentou como a maior fonte de dinamismo da Conta Financeira, observamos que essa se manteve superavitária durante todo o período, a despeito de duas fases de saída de recursos ano final de 2007 e depois ao final de 2008. Este padrão de comportamento que tendeu ao movimento superavitário foi a decorrência de um movimento forte e contínuo de entrada de recursos financeiros oriundo de estrangeiros, nota-se, a partir do gráfico 9, que o componente de maior peso na subconta total foram os passivos líquidos. Quanto ao movimento dos ativos, podemos observar que o movimento de saída de recursos residentes do país ocorreu de maneira mais acentuada apenas nos períodos em que a subconta apresentou seus saldos negativos, de modo que no restante do período os residentes acabaram não desempenhando um papel de maior importância da composição da subconta.

O maior volume de entrada de investimentos direto esteve associado com a própria fase de expansão da atividade econômica e abertura de oportunidades novas para empreendimentos lucrativos⁴⁸. Os investimentos diretos saltaram de US\$ 10,1 bilhões em 2003 para US\$ 66,6 bilhões em 2011, mantendo-se acima dos US\$ 60 bilhões nos dois anos seguintes (CINTRA, 2015). O movimento de investimentos

⁴⁸ Durante este período houve uma mudança das estratégias de grandes investidores em nível global para que os investimentos se direcionassem aos países periféricos (CORRÊA & XAVIER, 2013).

diretos ao Brasil se arrefeceu a partir de 2012, porém ainda se manteve elevado até o final do período.

Gráfico 23 – Brasil: Investimento Direto Passivos (IDP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimentos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)



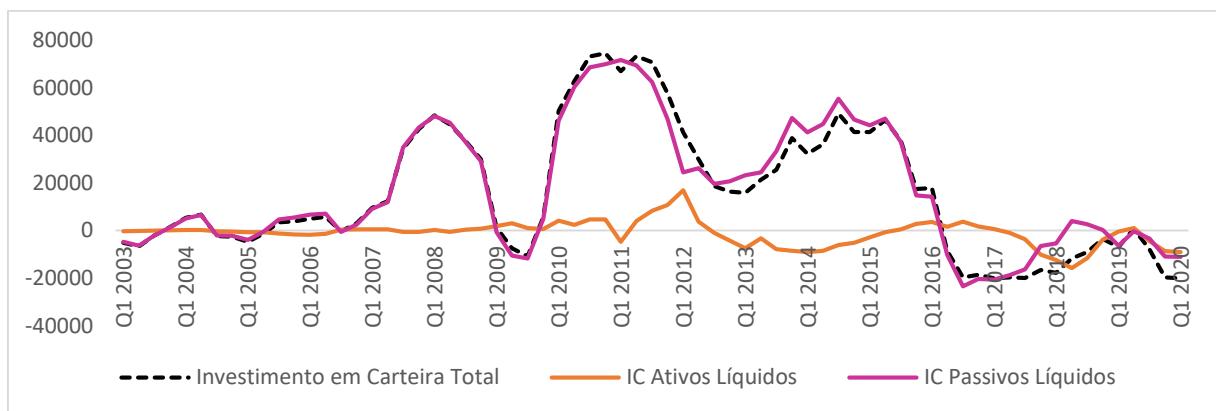
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

Quanto à dinâmica dos Investimentos Diretos Passivos, podemos observar que houve uma predominância dos recursos externos em busca de aplicações por meio de Ações e Fundos de Investimentos em relação aos Instrumentos de Dívida. Se pode observar esta tendência, sobretudo, entre os anos de 2010 e 2013 com a forte entrada de recursos externos através da rubrica de Ações e Fundos de Investimentos. Porém, no decorrer do interregno entre 2014-16 se verificou uma saída de recursos externos da rubrica de Ações e Fundos de Investimentos, que proporcionou fluxos de capitais parelhos entre ambas as rubricas. A partir de 2016, a tendência das aplicações através das Ações e Fundos de Investimentos recuperou sua dinâmica anterior e continuou apresentando o maior peso para a composição desta subconta.

É interessante notar que o movimento de saída de recursos da rubrica de Ações e Fundos de Investimentos entre 2014-16, e, consequentemente, a manutenção do nível de recursos na rubrica de Instrumentos de Dívida, foi concomitante com a fase de aprofundamento dos impactos da crise econômica e política no país. De modo que, no período os recursos externos passaram a buscar aplicações de maior estabilidade e garantias de retornos. Todavia, a partir de 2015, as aplicações voltaram a buscar a categoria de Ações e Fundos de Investimento. Podemos observar esse movimento em relação ao aumento da procura por ativos de renda flexível neste período,

concomitantemente, houve um movimento de redução contínua da taxa de juros pelo Banco Central após os efeitos iniciais do *Choque Recessivo* terem sido dissipados.

Gráfico 24 – Brasil: Investimento em Carteira (IC) divido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Investimentos em Carteira de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

Em relação ao movimento dos Investimentos em Carteira no país, podemos observar que houve um predomínio dos fluxos de estrangeiros durante todo o período em questão, enquanto os fluxos de residentes se mantiveram estáveis, porém pouco expressivos. De tal forma, também notamos que os recursos externos dirigidos ao país apresentaram um comportamento sensível às mudanças de trajetória da liquidez internacional, assim como, à deterioração das expectativas referentes à estabilidade e elevação dos riscos em torno da economia brasileira.

O movimento da conta de investimentos em carteira foi fortemente influenciado pelas mudanças de trajetória na política monetária norte-americana durante os anos entre 2003-2007, quando as taxas de juros subiram em 2004 e tornaram a cair a partir de 2006. Essa relação entre a política macroeconômica doméstica e a dinâmica da liquidez internacional expõe as condições sobre as quais os investidores estrangeiros geram suas expectativas sobre os ativos denominados em moeda nacional, sobretudo a partir do diferencial de juros oferecido pelo país e a cobertura dos riscos associados às instabilidades estruturais desse. De modo que durante esta fase inicial é possível observar através do gráfico 11 um predomínio da participação de não-residentes nos mercados financeiros brasileiros e, a despeito desses dois momentos de reversão nos fluxos de capitais, houve uma forte entrada de recursos externos na economia.

Para Corrêa e Xavier (2013), a relação da volatilidade da liquidez internacional e a política macroeconômica doméstica produziu consequências à economia no que diz respeito ao perfil dos investimentos em carteira transacionados nos mercados financeiros e a exposição aos movimentos de entrada e saída abruptos. Segundo os autores esse diferencial de juros afetou o volume das entradas de capitais, no entanto acabou magnificando os capitais com viés especulativos de curto prazo. Estes capitais têm como característica a compra de títulos baseado na dinâmica conjuntural, além de buscar ganhos de arbitragem e demandar maior flexibilidade, contribuindo para a crescente volatilidade dos investimentos em carteira nos mercados domésticos⁴⁹.

Tal dinâmica volátil se fez presente ao final deste período de forte entrada de capitais na conta de investimentos em carteira quando os efeitos da crise do *subprime* atingiram a economia brasileira a partir de 2008, a saída destes recursos através das contas de investimento em carteira e da bolsa de valores estava relacionada com o movimento de “fuga para a qualidade” expressa pelos mercados internacionais. Estes fluxos de investimentos em carteira, apesar de representarem as maiores saídas de capital durante o período, retornam aos mercados brasileiros em grande intensidade já ao final de 2009, estimulados pela expressiva queda das taxas de juros dos Estados Unidos e avanço das políticas de *quantitative easing* realizada nos países centrais⁵⁰.

Corrêa e Xavier (2013) apontam que, mais uma vez, o retorno e expansão dos recursos de estrangeiros nas contas de investimentos em carteira estiveram ligados à política macroeconômica doméstica além da liquidez internacional, influenciando tanto o volume quanto o perfil destes capitais ingressantes. Entre os anos de 2010 e 2011 houve a manutenção da política de juros elevados, juntamente a adoção de medidas macroprudenciais para o controle do crédito, que acabou intensificando a atração de capitais com viés de curto prazo para os mercados domésticos. Segundo os autores, a especificidade dessa fase é a de que entre 2010 e 2011 o forte diferencial de juros oferecidos internamente em comparação com o dos títulos externos pôde pagar um diferencial de juros coberto no país superior ao pago em períodos anteriores.

⁴⁹ De acordo com Corrêa e Xavier (2013), a volatilidade e o volume dos ingressos e saídas provocam efeitos sobre as próprias variáveis macroeconômicas, assim afetando potencialmente o nível e a volatilidade do câmbio e, além do mais, as reversões de recursos interrompem a trajetória de queda da taxa de juros doméstica, mesmo que de forma defasada.

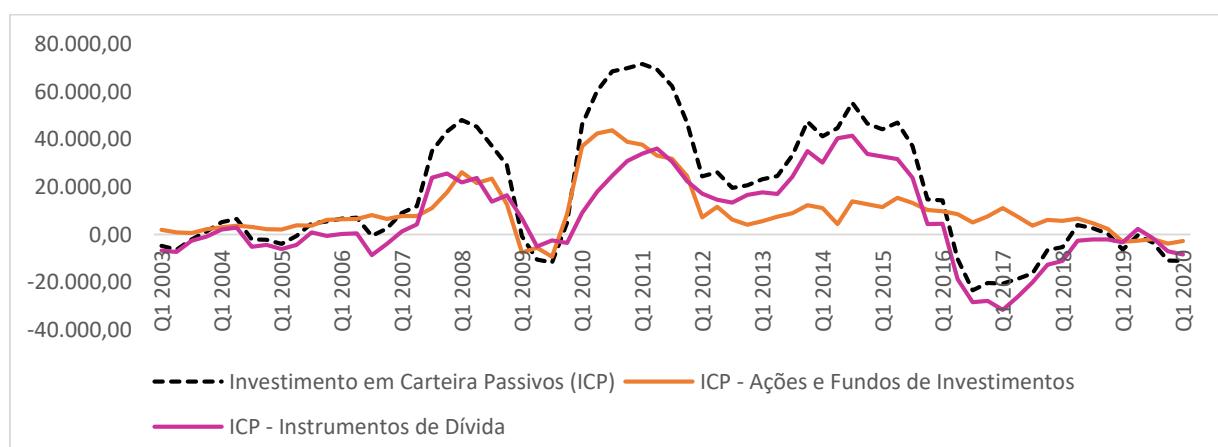
⁵⁰ O retorno do dinamismo econômico brasileiro, por meio das medidas anticíclicas de enfrentamento à crise de 2008, também está entre os fatores responsáveis por atrair recursos externos neste período.

Esse cenário de forte atração de investimentos em carteira de não-residentes passou por uma desaceleração nos fluxos a partir do segundo semestre de 2011, essa mudança no comportamento dos investidores esteve associada a um cenário externo desfavorável, frente ao agravamento da crise europeia, além do redirecionamento da política macroeconômica doméstica para criar incentivos aos investimentos privados, através de desvalorização cambial, desonerações fiscais e redução da taxa de juros.

A redução do diferencial dos juros, a partir da decisão da autoridade monetária de reduzir as taxas domésticas, fez com que as condições para aplicações financeiras no país se deteriorassem, fazendo com que a rentabilidade dos títulos denominados em moeda nacional fosse consideravelmente reduzida. Além do mais, a este cenário de redução de rentabilidade se somou à deterioração das expectativas dos mercados financeiros internacionais quanto à trajetória da economia brasileira, que no período apresentava sinais de redução do ritmo de crescimento e perda do dinamismo. Assim, entre 2011 e 2013 os fluxos de investimentos em carteira de não-residentes mostrou uma tendência de acentuada contração.

Podemos observar que a partir de 2015 houve uma mudança na dinâmica dos Investimentos em Carteira, sobretudo, com uma intensa saída de recursos externos do país neste ano. De tal modo, que a rubrica se tornou consistentemente deficitária no restante do período, com a exceção de surtos de recursos entre 2018 e 2019.

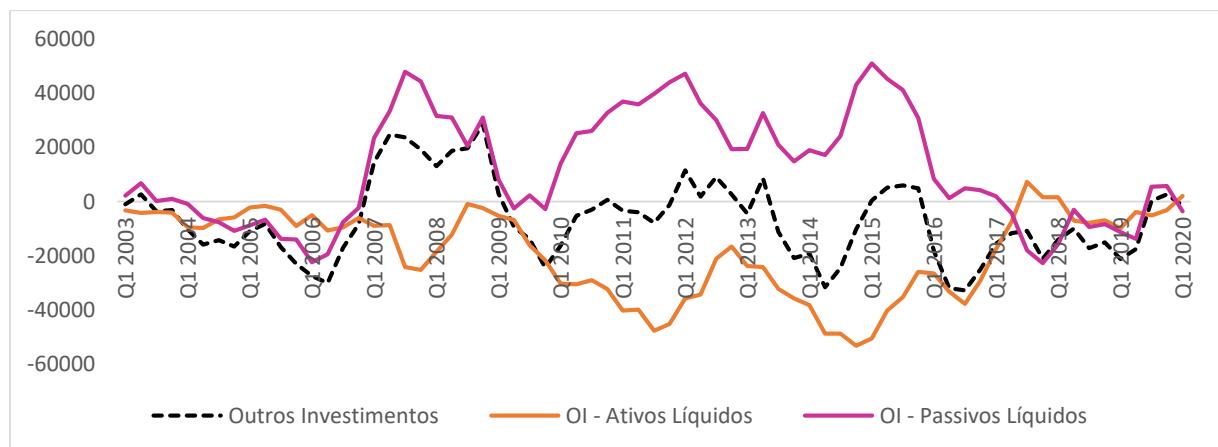
Gráfico 25 – Brasil: Investimento em Carteira Passivos (ICP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

Sobre a dinâmica das aplicações dos estrangeiros, o gráfico 12 nos apresenta o detalhamento das opções entre Ações e Fundos de Investimentos e Instrumentos de Dívida. Podemos observar que ambas as rubricas apresentaram uma tendência de comportamento similar durante o período, com momentos específicos em que uma se sobressaiu à outra. É possível notar uma característica específica no movimento das aplicações em relação ao diferencial de juros ofertado nos mercados financeiros, pois em períodos em que houve uma redução da taxa de juros doméstica há um aumento da demanda por Ações e Fundos de Investimentos. Enquanto nas fases de aumento da incerteza e volatilidade pode-se observar maior procurar por títulos de dívida, sobretudo, em decorrência das respostas das políticas macroeconômicas realizada nos contextos de aceleração inflacionária.

Gráfico 26 – Brasil: Outros Investimentos (OI) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Outros Investimentos de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

No caso brasileiro a rubrica de Outros Investimentos apresenta volumes menos expressivos do que observado para a conta de Investimentos em Carteira e de Investimentos Diretos. Na verdade, quando abrimos essa conta (Gráfico 26), vemos que esse resultado se deve ao fato de que no caso dos Outros Investimentos, tanto os ativos (residentes), quanto os passivos (estrangeiros), são importantes para explicar o fluxo líquido total da conta. Essa é uma performance diferente das demais contas em que domina o fluxo de estrangeiros. Os principais fluxos que compõem essa conta são: Moedas e Depósitos, Instrumentos de Dívida (empréstimos bancários) e, no caso de estrangeiros há ainda os Direitos Especiais de Saque na sua

composição. Tanto no caso de estrangeiros, quanto no de residentes o que se observa (e que será confirmado mais adiante na análise da volatilidade) é que o principal subfluxo é o relativo a instrumentos de dívida, relacionado a empréstimos bancários.

O que se observa é que, no caso dos residentes, há saída de recursos nos momentos de maior liquidez, sendo que nos momentos de instabilidade eles apresentam um retorno. Esse é o movimento dos bancos residentes no Brasil, emprestado para o exterior. Os volumes emprestados ao exterior são maiores depois de 2009 e começam a se reduzir de novo a partir do momento em que a desaceleração da economia brasileira se aprofunda, em 2015. Mais uma vez, nos momentos de maior instabilidade esses capitais se reduzem, o que é uma performance diferente da que será observada nos outros países, como veremos adiante.

No caso dos fluxos de Outros Investimentos Passivos, eles são continuamente mais altos, a não ser no último período. Referem-se, em grande parte, a bancos estrangeiros (passivos) emprestando recursos para residentes. Observa-se que esses capitais revertem nos momentos de instabilidade, como: (i) no período de aprofundamento da crise do *subprime*; (ii) durante a fase de mudança da crise dos bancos europeus e anúncio da mudança da política monetária norte-americana (2012 e 2013); (iii) depois do aprofundamento da desaceleração brasileira (pós-2015).

No caso dos volumes dos fluxos, vemos que eles se apresentam maiores do que a primeira fase de liquidez, em que se apresentavam movimentos de saída de recursos por essa rubrica (pagamentos de amortizações maiores do que a entrada). No entanto, no último período esses fluxos caem profundamente, especialmente após a desaceleração da economia brasileira. Nesses termos, a consideração é a de que os bancos estrangeiros retraem seus recursos para o Brasil, numa fase em que já está havendo uma retração geral desses créditos. No caso do Brasil, isso se soma à forte desaceleração e aos problemas políticos de 2015 e 2016. Ocorre nessa fase uma forte reversão de recursos.

Ao analisar a Conta Financeira do Brasil podemos tirar algumas conclusões no que diz respeito à composição das rubricas e da volatilidade apresentada durante o período em questão. Em primeiro lugar, podemos notar que a composição dos fluxos das subcontas da Conta Financeira apresenta uma predominância de recursos que são oriundos de estrangeiros (passivos), de modo que o comportamento de residentes

(ativos) apresentou um peso significativamente menor, em termos de peso da Conta Financeira. Em segundo lugar, o comportamento destes fluxos de capitais oriundos de estrangeiros (passivos) apresentou um comportamento semelhante à trajetória da liquidez internacional, em seus movimentos de expansão e retração ao longo deste período, o que nos indica um padrão de comportamento sensível dos aplicadores em relação às mudanças conjunturais, sobretudo, internacionais. Em terceiro lugar, os principais fluxos de estrangeiros, por ordem de volumes líquidos aportados foram: Investimentos Diretos, Investimentos em Carteiras e Outros Investimentos, sendo que os Derivativos apresentaram volumes muito baixos.

3.1.3 Análise da dinâmica da volatilidade da Conta Financeira do Brasil

A Tabela 1 nos apresenta os dados referentes ao impacto na variância, desvio-padrão, número de trimestres com saldos negativos, a média dos saldos negativos e a volatilidade ponderada da Conta Financeira no Brasil durante o período 2003-2019, em seus três níveis de abertura financeira. Vê-se que para o primeiro nível de abertura financeira as rubricas que mais contribuíram para a volatilidade da Conta Financeira foram os Investimentos em Carteira (IC), com 49,91%, seguidos pelos Investimentos Diretos (ID), com 26,95%, a rubrica de Outros Investimentos (OI) também contribuiu para variância da Conta Financeira total, com 23,02%, enquanto isso a subconta dos Derivativos Financeiros (DF) pouco contribui para a variância total, com 0,13%.

Para o segundo nível de abertura, podemos observar que houve um predomínio da participação dos fluxos passivos na composição da variância da Conta Financeira. Em que se destacam os fluxos das rubricas de Investimentos Diretos Passivos (IDP), com 29,11%, de Investimentos em Carteira Passivos (ICP), com 48,12%, e de Outros Investimentos Passivos (OIP), com 40,50%.

Ou seja, foi essencialmente o fluxo de estrangeiros (passivos), que dominou a volatilidade (medida pela variância da Conta Financeira, com destaque especial para os Investimentos em Carteira. Ainda assim, observamos que a conta de Outros Investimentos também tem considerável influência na variância da Conta Financeira.

Abrindo essas contas e se chegando ao “terceiro nível de abertura” da Conta Financeira, vemos que no caso dos Investimentos em Carteira PASSIVOS (oriundos

de estrangeiros), a variância é explicada pelo movimento de “Instrumentos de Dívida” (31,62%), como também por “Ações e Fundos de Investimentos” (16,5%), com destaque para o primeiro. Ou seja, confirma-se a perspectiva de que os fluxos de Investimentos em Carteira são fortemente voláteis. Quanto maior o seu volume na composição da Conta Financeira, essa última sendo impactada por tal volatilidade.

Ainda assim, cabe ainda o comentário de que, no caso do Brasil, para o período considerado, a conta de “Outros Investimentos Passivos” – Outros Instrumentos de Dívida foi a que, sozinha contribuiu mais para a volatilidade da Conta Financeira (40,28%). Isso é explicado, por um lado, por seus movimentos de reversão, mas, especialmente, pela reversão apresentada depois de 2015. Mais do que uma mera volatilidade, no último período vemos que há uma mudança profunda de trajetória, sendo que os fluxos ficam fortemente negativos, em grandes volumes. Isso atesta que estão ocorrendo pagamentos de amortizações e poucos ingressos líquidos.

Tabela 1 – Brasil: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira (1º trimestre de 2003 ao 1º trimestre de 2020)

Conta	Impacto na variância	Desvio Padrão	N*	Média dos saldos negativos	Volatilidade Ponderada
Conta Financeira (CF)	100%	13892,03	59	-16338,62	-1,07
Investimento Direto ID)	26,95%	8296,73	67	-11951,70	-0,64
ID Ativos Líquidos (IDA)	-2,16%	4224,34	12	-2139,87	-0,32
IDA - Ações e Fundos de Investimento	7,31%	3893,23	10	-2049,93	-0,30
IDA - Instrumentos de Dívida	7,31%	2381,06	27	-1522,61	-0,18
ID Passivos Líquidos (IDP)	29,11%	8223,71	69	-14547,94	-0,63
IDP - Ações e Fundos de Investimento	18,19%	6275,08	69	-10637,50	-0,48
IDP - Instrumentos de Dívida	10,92%	4223,53	57	-5063,44	-0,32
Investimento em Carteira (IC)	49,91%	9526,44	42	-9260,68	-0,73
IC Ativos Líquidos (ICA)	1,79%	2301,75	27	-1560,43	-0,18
ICA - Ações e Fundos de Investimento	2,72%	1492,42	19	-1083,50	-0,11
ICA - Instrumentos de Dívida	-0,93%	1639,67	36	-1019,92	-0,13
IC Passivos Líquidos (ICP)	48,12%	9351,73	44	-9120,86	-0,72
ICP - Ações e Fundos de Investimento	16,50%	4909,00	50	-3950,37	-0,38
ICP - Instrumentos de Dívida	31,62%	6368,24	40	-5941,16	-0,49
Derivativos Financeiros (DF)	0,13%	668,82	26	-171,67	-0,05
DF Ativos Líquidos (DFA)	-3,15%	2195,19	66	-1533,33	-0,17
DF Passivos Líquidos (DFP)	3,28%	2533,35	2	-25,18	-0,19
Outros Investimentos (OI)	23,02%	7516,46	31	-5114,41	-0,58
OI Ativos Líquidos (OIA)	-17,48%	5685,78	17	-1646,81	-0,44
OIA - Other Equity	0,10%	99,80	0	-	-0,01
OIA - Instrumentos de Dívida	-17,58%	5696,31	17	-1671,59	-0,44
OI Passivos Líquidos (OIP)	40,50%	8153,43	46	-7432,09	-0,63
OIP - Other Equity	0,00%	0,00	0	-	-
OIP - Direitos Especiais de Saque	0,22%	472,04	2	-1974,88	-0,04
OIP - Outros Instrumentos de Dívida	40,28%	8164,98	45	-7522,90	-0,63

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

3.2 Processos de abertura e liberalização financeira e estudo do movimento dos fluxos da Conta Financeira para a Turquia no período 2003 a 2019

3.2.1 Características da dinâmica econômica e o processo de abertura financeira ao longo dos anos 1990 e aos anos 2000

(a) Início da década de 1980: a primeira fase de mudança estrutura e a abertura econômica

A experiência referente ao aprofundamento da lógica liberalizante da Turquia produziu importantes resultados em relação ao estudo dos movimentos internacionais de capitais financeiros e às transformações financeiras geradas para o aparelho

estatal e a institucionalidade da economia turca. Tal como outras economias periféricas, a Turquia se deparava, no final da década de 1970 e início da década de 1980, com a necessidade de realização de ajustes periódicos frente aos problemas de balanço de pagamentos decorrentes da natureza de sua industrialização. Começou então um longo processo de transformação financeira que iniciou na década de 1980 e consolidou-se após a crise de 2001. As transformações ocorridas seguem, em essência, as indicações apresentadas pela perspectiva liberal que, como já vimos, se tornam dominantes ao longo da segunda metade da década de 1980 e se generalizam para os países periféricos especialmente depois da década de 1990.

Para Marois (2019), a economia turca passa por uma mudança estrutural a partir da década de 1980, baseada nas indicações do “neoliberalismo” que, para ele, envolve propostas de ajustes a serem implantados nas economias, a partir de um viés ideológico, baseado em interesses de classe que sugerem uma interpretação econômica de acordo com seus interesses. De meados da década de 1980 em diante, os modelos liberais atualizados, passam a ser *mainstream*, consubstanciados no chamado “novo consenso macroeconômico”, defensor da ampla abertura econômica e do Estado Mínimo, para garantir a “melhor alocação econômica dos recursos”. A perspectiva que surge desse viés teórico para explicar a especificidade das economias periféricas é a de que as mesmas têm “falhas de mercado”, e que seu fraco desempenho está ligado à “excessiva intervenção do Estado”; aos controles de mercado; à adoção de más políticas macroeconômicas.

Mais uma vez, também para o caso da Turquia, esse foi o diagnóstico sobre sua economia, indicando-se a necessidade de magnificar os “mecanismos de mercado” para a “alocação eficiente de recursos”. No caso de economias como a Turquia, o ajuste econômico “necessário” para superar os problemas que se avolumavam ao final da década de 1970, envolveria uma transformação radical das relações entre sociedade, mercado e o próprio Estado.

A partir de então, a reforma estrutural “neoliberal” turca tinha como objetivo alterar o modelo de inserção externa do país, focando no estímulo às exportações, e aprofundar os “mecanismos de mercado” de modo a desenvolver um ambiente cada vez mais propício ao desenvolvimento das finanças.

Segundo Marois (2010), a natureza financeirizada aliada ao forte movimento liberalizante das reformas implantadas na Turquia a partir da década de 1980 foram responsáveis por gerar crises recorrentes no balanço de pagamentos nessa economia desde então. A reincidência dessas crises, ao invés de provocar o abandono do projeto neoliberal, impôs ao estado turco uma reorganização de seu aparato financeiro estatal de modo a defender os interesses do desenvolvimento orientado aos mercados financeiros (MAROIS, 2019). Essa interpretação vai ao encontro dos argumentos que estamos levantando ao longo da dissertação, sendo que destacamos o fato de que Turquia é mais um dos países periféricos que foi submetido a esse ajuste liberal e que sofreu, sofre e sofrerá consequências graves.

Ao final da década de 1970 havia o reconhecimento oficial por parte de círculos políticos e empresariais na Turquia de que o projeto de industrialização por meio de substituição de importações era a fonte das dificuldades no balanço de pagamentos e instabilidades macroeconômicas e, assim sendo, deveria haver uma mudança radical tanto no modo de articulação da economia turca no panorama internacional quanto no papel que o Estado costumava assumir na condução da política econômica (YALMAN, 2019).

Abriu-se então o caminho para a adoção de uma “estratégia desenvolvimento” baseada no estímulo de um comércio voltado às exportações e criação de um sistema de alocação de recursos orientados pelo mercado privado. De acordo Yalman (2019), a reestruturação da economia turca deveria preparar o terreno para o processo de liberalização financeiras com uma série de ramificações para o sistema financeiro do país e sua integração aos mercados internacionais. Para o mesmo autor, o ajuste estrutural, entendido como tal, não significava simplesmente uma mudança no modo de integração que acabaria com as crises intermitentes de câmbio. De maneira mais fundamental, significou também um novo “modo de vida”, marcado por uma maior disponibilidade de bens de consumo importados, que foram fundamentais para obter o consentimento do povo, enquanto os salários reais dos assalariados médios diminuíram ao longo da década de 1980.

Temos então que o período de 1980-83 ficou caracterizado como sendo a primeira fase do processo de liberalização financeira. Logo em 24 de janeiro de 1980, o governo turco lança sua estratégica de lidar com as instabilidades macroeconômicas com o Programa de Estabilização. Para além da aplicação de medidas de austeridade,

o programa tinha destacado dois objetivos: i) a remoção de domínios do Estado dentro dos quadros de indústrias-chave e do sistema bancário; e, ii) minimizar a intervenção estatal nos processos de atribuição de preços e recursos na economia.

Argumentava-se, a partir dos diagnósticos realizados pelo Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, que o baixo crescimento econômico era resultado de um sistema bancário sob repressão financeira. O argumento era o de que as taxas de juros estavam reprimidas pela intervenção do Estado provocando má alocação de recursos. A menor intervenção do Estado no sistema bancário e a sua menor atuação na estrutura produtiva era considerada fundamental para a melhor produtividade. A alocação, baseada na perspectiva liberal era a de que os mecanismos de mercado definiriam os agentes mais produtivos e os melhores investimentos. Tais medidas de desregulamentação eram “necessárias” para melhorar as condições de poupança e investimentos nacionais.

A estratégia de reforma das autoridades turcas apoiava-se no pressuposto de que a estabilidade macroeconômica reduziria o grau de incerteza da economia, de modo a melhorar o ambiente de investimentos domésticos. A “repressão financeira”, seria rebatida pelos estímulos à concorrência e à abertura financeira, bem como pela implantação de um novo desenho para as instituições bancárias. Essas mudanças, por sua vez, gerariam uma alocação de recursos mais “eficiente”.

A partir daí, iniciou-se o processo de liberalização comercial e financeira, bem como a redução da atuação do Estado, implantando-se ademais, a primazia da estabilização sobre o crescimento. Na verdade, a busca pela estabilidade macroeconômica resultou em uma forte contração da economia turca, cerca de 20% em 1980 e 16% em 1984 (YALMAN, 2019).

Apesar do controle de pressões inflacionárias, houve uma deterioração no ambiente para formação de capital novo nos setores industriais. Ademais, o combate à “repressão financeira” também não levou a um aumento no nível de poupança e, tampouco foram capazes de combater o caráter altamente oligopolizado do setor bancário turco nesse período.

Além disso, as mudanças propostas através da abertura financeira e ênfase no aumento da concorrência bancária não foram capazes de trazer a unificação dos mercados de capitais ao sistema bancário nacional. A falta de regulação e a natureza

altamente segmentada dos mercados de capitais do sistema financeiro turco acabou criando um mercado secundário de transações para os títulos emitidos pelos setores corporativos. Esses mercados secundários tornaram-se alternativas para os setores produtivos que buscaram obter acesso a fontes externas de financiamento na intenção de lidar com as políticas de austeridade que haviam sido adotadas no início da década. Assim, grandes grupos de capitais que não possuíam seus próprios bancos passaram a estabelecer suas próprias corretoras de investimentos para transacionar seus títulos nestes mercados secundários. A falta de um quadro regulatório adequado tornava o sistema financeiro do país cada vez mais instável e vulnerável às pressões sobre a formação das taxas de juros da economia (YALMAN, 2019).

Enquanto a situação socioeconômica se deteriorava, o governo turco buscava construir alternativas para contornar a ausência de um aparato regulatório do sistema financeiro doméstico e os problemas de subcapitalização enfrentados pelos setores corporativos. Em 1981, durante o regime militar, foram promovidas duas importantes medidas legislativas:

- **A Lei dos Mercados de Capitais** (Lei n° 2.499);
- **A formação do Conselho da Moeda e Crédito**; e
- o **Decreto Bancário n° 70**.

A Lei dos Mercados de Capitais foi proposta como um meio de promoção do desenvolvimento dos mercados financeiros seguindo as orientações neoliberais, tal lei conferia aos bancos a capacidade de estabelecer seu monopólio sobre os fundos mútuos e fundos de investimentos. Seguiu-se à medida a criação do Conselho dos Mercados de Capitais em 1982, responsável pela supervisão das demais instituições do sistema financeiro. A lei, contudo, foi criticada pelos setores corporativos por não responder suficientemente aos problemas de subcapitalização das empresas.

Fundado através do Decreto n° 55 de 1981, o **Conselho da Moeda e Crédito** concentrava a autoridade sobre as decisões de política fiscal e creditícia nas mãos do Poder Executivo e, também, ficava encarregado de definir os requisitos mínimos para o estabelecimento de novas instituições bancárias e entrada de bancos estrangeiros. A criação do Conselho da Moeda e Crédito, todavia, contribui para a manutenção da estrutura oligopolista do setor bancário ao endurecer os requisitos à entrada, ao passo

que facilitou a participação dos bancos estrangeiros, tendo em vista que o número destes aumentou durante o período 1980-83.

Ademais, o **Decreto Bancário nº 70**, promulgado em julho de 1983, era resultado de um novo acordo firmado pelo governo turco com o FMI, e deveria funcionar como um novo quadro jurídico para a operação do sistema bancário. O decreto tinha como objetivo a tentativa de superação dos problemas de subcapitalização e a perda de confiança pública no setor bancário e instituições financeiras. Estabeleceu-se, então, um arranjo institucional de seguros para depósitos na forma do Fundo de Seguro e Depósitos de Poupança, voltado a restaurar a confiança no setor bancário, enquanto introduziam medidas para o fortalecimento do Banco Central na organização do setor financeiro.

Durante a primeira fase da liberalização financeira na Turquia a dinâmica de mudança dos mercados financeiros domésticos encontra-se na mudança da **Lógica** e no **modo de intervenção** do Estado, não apenas no grau de intervenção como argumentava a ortodoxia à época. Contudo, as transformações financeiras ainda estavam se desenvolvendo, sendo que o foco não foi a abertura financeira, quanto à flexibilização da conta de Investimentos em Carteira e do movimento de Moedas e Depósitos (componente da Conta Outros Investimentos).

(b) A segunda fase da liberalização financeira da Turquia (1983-89)

Essa segunda fase teve início a partir da transição do regime militar para o governo civil. Essa fase foi marcada pela institucionalização do mercado de capitais doméstico, pelo crescimento do ingresso de fluxos de capitais e pelo compromisso com a retomada da credibilidade dos mercados.

A esse respeito, destaque-se que um dos atos finais do regime militar antes da transição ao governo civil foi a promulgação do Decreto nº 91 de outubro de 1983 inaugurando a Bolsa de Valores de Istanbul, desse modo os mercados mobiliários passariam a ser instruídos pelo Ministério da Fazenda através do Conselho da Moeda e Crédito. No entanto, a Bolsa de Valores só seria capaz de começar a negociar em 1986.

Após as eleições gerais de 1983, as prioridades do governo eleito (*Anavatan Partisi*) eram de retomar a credibilidade da economia turca aos olhos dos mercados

internacionais através da adesão aos programas de reformas voltados aos sistemas financeiros. Para isso, era necessário que o governo também mantivesse um foco na estabilidade macroeconômica e no combate à inflação através da implementação de um novo período de austeridade⁵¹.

Apesar da implementação de programas de estabilização contracionistas, a economia turca não mergulhou em recessão como em períodos anteriores mas manteve uma taxa de crescimento relativamente alta até 1988, crescendo em média cerca de 5% ao ano. Mas, embora isso parecesse um caso de sucesso para os programas de ajustamento recessivos, tratava-se de um modelo de crescimento alcançado às custas do aumento da dívida externa. O verdadeiro “sucesso” havia sido conquistado pelo novo governo através de um apoio extraordinário dos círculos financeiros internacionais que mantiveram um fluxo constante de poupança externa ao sistema financeiro turco, sinal do ganho de credibilidade obtido através dos programas de reforma (YALMAN, 2019).

Para além da retomada da credibilidade da economia turca frente aos olhos das instituições internacionais, o governo também trabalhou com reformas no sistema tributário com o intuito de reforçar a estrutura patrimonial do setor privado e sanar os problemas de subcapitalização e falta de liquidez. Porém, as mudanças introduzidas ao sistema tributário acabaram tendo um caráter pró-mercado e anti-trabalhista ao minar o caráter progressivo da tributação da renda e fazendo do país um paraíso fiscal para os conglomerados e seus acionistas. Nesse sentido, a reforma tributária efetuada foi um fator a favorecer o processo de liberalização financeira.

O ponto que destacamos é o de que essa segunda fase da liberalização financeira turca avançou na captação de recursos externos (aumentando a dívida externa) e também gerou condições de incentivo tributário para agentes financeiros. Esses anos foram essenciais para o processo de transformação neoliberal do Estado turco pela maneira como foram construídos instrumentos de política econômica visando gerar facilidade para a transferência de recursos ao setor privado (YALMAN, 2019). No entanto, note-se que já aí se destacava a questão do avanço da entrada de capitais com o aumento da dívida pública. De fato, a grande entrada de dólares tinha

⁵¹ De acordo com o Banco Mundial (1984), a austeridade se tratava de um pré-requisito essencial para um retorno ao caminho do crescimento sustentável de longo prazo.

como contrapartida, a ação de desmonetização efetuada pelo Estado. Para evitar o forte processo de valorização cambial pelo ingresso de Recursos, o Governo comprava Reservas, emitindo Base Monetária e, paralelamente, para retirar o “excesso de moeda em circulação”, fazia política de *open-market*, lançando títulos de dívida pública e retirando moeda em circulação. Se destaca aí, a relação entre excesso de entrada de capitais e dívida pública, mesmo antes do processo de maior abertura da Conta Financeira.

A economia turca aproveitaria um breve momento de estabilidade de preços e crescimento econômico que duraria até meados de 1987, com a piora da situação macroeconômica e aceleração inflacionária. Os elevados custos de financiamento do déficit público junto com a dificuldade de impor uma política fiscal restritiva duradoura impunham ao governo turco a adoção de medidas que permitissem uma maior entrada de fluxos de capitais financeiros de curto-prazo como meio de reduzir o impacto fiscal da dívida sem que houvesse uma fuga do capital produtivo privado.

(c) Terceira fase da liberalização financeira: a abertura da Conta Financeira, especialmente da subconta de Investimento em Carteira

Assim, a liberalização da Conta de Capital em 1989 marcou o início da terceira fase do processo de Liberalização Financeira da Turquia, se estendendo durante o período 1989-2000. Note-se, desde já, que esse período também pode ser caracterizado pela exacerbação dos crônicos do balanço de pagamentos turcos, à partir da elevação dos volumes de ingressos de capitais, gerando-se a vulnerabilidade já destacada anteriormente, referente ao perigo da rápida reversão de recursos especulativos com “viés de curto prazo” que se tornarão vultuosos, como veremos abaixo. Ademais, a década de 1990, apresentou-se como uma “década perdida”, tendo em vista o baixo crescimento observado no país, à despeito da forte entrada de capitais. Em termos de PIB per capita o país se encontrava em torno do mesmo nível de 1990 no final da década.

Após a conclusão da liberalização da Conta de Capital a economia turca tomava um passo adiante no processo de transformação financeira ao passo que observava o crescimento da dependência da economia em relação às fontes de financiamento privado.

De modo que a natureza volátil dos fluxos financeiros exigia maiores retornos dos ativos financeiros domésticos transacionados nos mercados de capitais, o que promovia uma elevação das taxas de juros na economia. Por sua vez, ao conviver com níveis de juros mais elevados, criava-se um ambiente desfavorável para que as empresas não-financeiras realizassem investimentos produtivos, ao invés disso, essas passaram a desenvolver instrumentos para participar de transações financeiras nas quais conseguiam retornos mais rapidamente (YALMAN, 2019).

Durante esta fase a economia turca presenciou um crescimento no número de bancos comerciais, uma vez que a atividade bancária havia se tornado altamente lucrativa. Uma das fontes de rentabilidade, assim como no Brasil era a aplicação em títulos públicos, tendo em vista o alto nível das taxas básicas de juros e o baixo risco. Na verdade, a negociação com títulos passou a ser uma atividade primordial desses bancos. Outro fato relevante a ser destacado é o de que o setor financeiro turco passou a ser dominado, em grande parte, por conglomerados financeiro-industriais, alguns desses donos de seus próprios bancos comerciais no centro das atividades econômicas. Essa nova configuração do sistema financeiro apontava para um afastamento das instituições bancárias de suas funções básicas de intermediação, sendo importante notar o aumento do interesse por parte do capital estrangeiro que se refletiu em um aumento no número de bancos de investimentos estrangeiros na Turquia.

Como resultado da abertura da Conta de Capital a economia turca passou por períodos de grande ingresso e reversões de capital, e de alta volatilidade nos mercados de capitais. Variações de câmbio e juros se magnificaram e as condições conjunturais se tornaram muito mais instáveis, afetando o próprio ritmo de atividade econômica, uma vez que esse cenário mais volátil gerava dificuldades para a tomada de decisões. Para Akyüz e Boratav (2003), a rapidez com que os ciclos de liquidez internacional se revertiam tornou a economia turca exposta aos riscos de haver uma deterioração repentina dos fluxos de capitais que, por sua vez, resultariam em profundas recessões econômica e altos custos para estabilização.

Ao longo do período de 1990-93 houve um volume de entrada de capitais não-residentes que alcançaram o valor de US\$ 25 bilhões, essa expansão de recursos estrangeiros foi revertida em um ciclo de crescimento que teve como contribuição a valorização da lira junto à um aumento dos déficits do setor público a partir da

articulação indicada anteriormente. Paralelamente, a abertura comercial, em conjunto com o pagamento de juros e remessas de lucros (conta Renta de Transações Correntes) comprometiam o balanço de Transações Correntes.

Note-se que essa dinâmica gerava a forte relação dos fluxos financeiros com a dinâmica conjuntural da liquidez.

Durante a década de 1990 se observou forte entrada de recursos, mas também uma rápida reversão quando ocorreram as Crises do México, da Crise da Ásia e da Rússia. Nessas situações se observou um forte aumento das taxas de juros domésticas como elemento para tentar conter a fuga de capitais.

A cada momento de reversão, vinha outro período curto de retomada da entrada de recursos, por conta das altas taxas de juros que se apresentavam como resultado dos episódios de fugas de capitais. Ademais, vinha também uma expansão das exportações, incentivadas pelo processo de desvalorização da Lira turca, resultante das mesmas fugas.

A retração da atividade econômica e as dificuldades enfrentadas pelo setor bancário tornaram imprescindível a adoção de um programa de estabilização ao fim de 1999 (AKYÜZ & BORATAV, 2003).

Os objetivos traçados pelo programa de estabilização do governo turco eram de controlar a escalada inflacionária, ao passo que mantivessem o superávit primário da economia, e mantendo-se a abertura comercial e financeira. Assim, em dezembro de 1999 foi lançado o programa de estabilização através do anúncio de um regime de metas de inflação ancoradas em um regime de bandas cambiais, definidas em relação ao dólar e euro⁵² (AKYÜZ & BORATAV, 2003). Ora, note-se que isso está se dando em conjunto com os acontecimentos do Brasil, quando da adoção do regime de câmbio flutuantes e metas de inflação, bem como com o aprofundamento da abertura financeira e do “ajuste de mercado” na Rússia, comentados anteriormente. Esses fatos demonstram a “receita única” e a convergência de institucionalidades exigidas para países tão diversos, ainda que todos, periféricos.

⁵² A política de bandas cambiais foi planejada para durar por um curto período de tempo, conforme os objetivos de estabilização fossem alcançados haveria uma gradual mudança em direção à um regime de taxas de câmbio mais flexíveis a partir de julho de 2001.

Os primeiros meses após a implementação do programa de estabilização foram de otimismo por parte do governo, que havia atingido suas metas relativas ao câmbio, inflação e as taxas de juros, e grande entusiasmo por parte dos mercados financeiros internacionais, que direcionaram fluxos de capitais de curto-prazo no valor de US\$ 12,5 bilhões nos 10 primeiros meses do ano⁵³. Esse otimismo, entretanto, não duraria muito tempo pois quando da apreciação da lira, ao impulsionar as importações em um ritmo maior que as exportações, passou a pressionar o déficit em conta corrente da economia turca no que diz respeito à vulnerabilidade financeira. A razão disto era que, na ocorrência de uma fuga de capitais, a economia turca não conseguiria manter seus compromissos externos através de suas reservas internacionais.

Para Akyüz e Boratav (2003), os meses finais de 2000 já apontavam para uma erosão da confiança dos credores estrangeiros quanto à sustentabilidade do programa de estabilização turco (inflação fora das metas estabelecidas, crescimento dos déficits comerciais, dificuldades políticas na implementação dos programas de privatização, irregularidades no sistema bancário eram fatores que motivavam a desconfiança), afetando as decisões dos capitais “com viés de curto prazo”, que tanto destacamos e que se dirigiam à Turquia para realizar ganhos de arbitragem.

Ao final de 2000, os investidores estrangeiros sinalizaram um movimento de liquidação de seus ativos denominados na lira provocando uma onda de falências e dificuldades financeiras no setor bancário turco. Essa reversão nas expectativas e piora dos indicadores macroeconômicos provocou uma fuga massiva de capitais que resultou no colapso do regime cambial, elevação abrupta das taxas e juros, além de mergulhar a economia turca em um novo processo recessivo em 2001.

Ambas as crises financeiras, de 1994 e 2001, vividas pela economia turca compartilham similaridades em termos das condições que geraram os desequilíbrios, a abertura às entradas e saídas de capitais especulativos “com viés de curto prazo” expuseram a vulnerabilidade do balanço de pagamentos aos movimentos da liquidez internacional e ataques especulativos. Portanto, a crise financeira de 2001 serviu como um ponto de inflexão qualitativo da política econômica turca, na qual as autoridades estatais tomariam para si a liderança do projeto de reestruturação

⁵³ O influxo de capitais de não-residentes cumpria a função de financiar tanto o crescimento dos déficits em conta corrente assim como a saída de capitais dos residentes e aumento das reservas (AKYÜZ & BORATAV, 2003).

financeira da economia turca com o objetivo de sanar as distorções nos mercados. O foco passava a ser a reestruturação do setor bancário, que deveria ser competitivo, estável e, sobretudo, bem regulado (MAROIS, 2019).

Após negociações com o FMI e um novo pacote de ajuda financeira, o governo turco adere à um regime de câmbio flutuante e anuncia a adoção de um programa de recuperação novo, tratava-se do programa **“Transição para uma Economia Forte”**. Apesar do forte apelo neoliberal, evidenciado pela proposta de austeridade e foco das políticas monetário e fiscal para a obtenção de estabilidade macroeconômica, também era proposto pelo programa uma maior participação do Estado tanto na regulação e supervisão do setor bancário quanto no papel de atuação dos bancos públicos.

De acordo com Ergünes (2012), havia três pilares centrais para o programa de reformas estruturais, sobretudo, quanto às esferas privadas e públicas do setor bancário. O setor bancário passaria inicialmente por uma fase de recuperação, que envolvia o resgate de instituições em falência e fortalecimento do aparato regulatório. Assim como, também haveria mudanças na administração dos gastos públicos. E, por fim, a transformação das diretrizes de operação do setor privado, incluindo privatizações, governança corporativa e requisitos de entrada e saída de capitais estrangeiros visando reduzir os riscos e a burocracia.

De acordo com Marois e Güngen (2019), o programa de reestruturação do setor bancário pós-2001 na Turquia girava em torno de três eixos principais: a recuperação financeira das instituições, o estabelecimento de um aparato regulatório mais sólido e a internacionalização do aparelho financeiro do estado.

No que se refere à “recuperação financeira das instituições”, a primeira medida adotada pelas autoridades turcas foi a socialização, através dos bancos públicos, da totalidade das perdas sofridas pelos bancos privados no decorrer da crise. Isso gerou o resgate bancário mais caro de todos os tempos na Turquia, com custos sociais no valor de 30% do PIB em 2002. Em seguida, as autoridades encarregaram-se de criar uma legislação desenhada para proteger o capital financeiro de sua tendência própria a crises especulativas, impondo requisitos de capital mais elevados, limites de crédito mais rígidos e maior provisionamento para empréstimos inadimplentes. Contudo, esse novo quadro regulatório acabou não abordando o problema da alta concentração do

sistema bancário turco, não mudando o fato de que os grandes grupos econômicos ainda exerciam influência sobre o setor.

A gravidade da crise de 2001 abriu oportunidades para o governo avançar com as reformas “orientadas ao mercado”. Assim foi o caso da promulgação da Lei do Banco Central em abril do mesmo ano. A lei promovia mudanças na condução das políticas monetárias turcas com o objetivo de alcançar e manter a estabilidade de preços, uma vez que a inflação se tratava de um problema crônico no país.

Foi então concedida a independência do Banco Central em relação ao Ministério da Fazenda e o Tesouro, do mesmo modo como se vetou a concessão de empréstimos ou crédito dos órgãos do governo em relação à autoridade monetária. Ou seja, há um aprofundamento do ideário liberal. Note-se que a proibição do Banco Central financiar o Tesouro ocorria ao mesmo tempo em que o governo acudia os bancos privados, assumindo suas perdas.

Outra medida adotada fora o regime de metas de inflação em duas fases: (i) foi estabelecida uma meta implícita entre 2002 e 2005, garantindo um período de transição tanto para o Banco Central quanto aos demais agentes nos mercados; (ii) seguida por uma fase de metas explícitas a partir de 2006, na qual o controle inflacionário seria exercido através das taxas de juros de curto-prazo.

A centralidade do combate inflacionário, o controle de gastos públicos e o ajuste dos salários abaixo da inflação provocaram uma quebra estrutural da inflação alta⁵⁴.

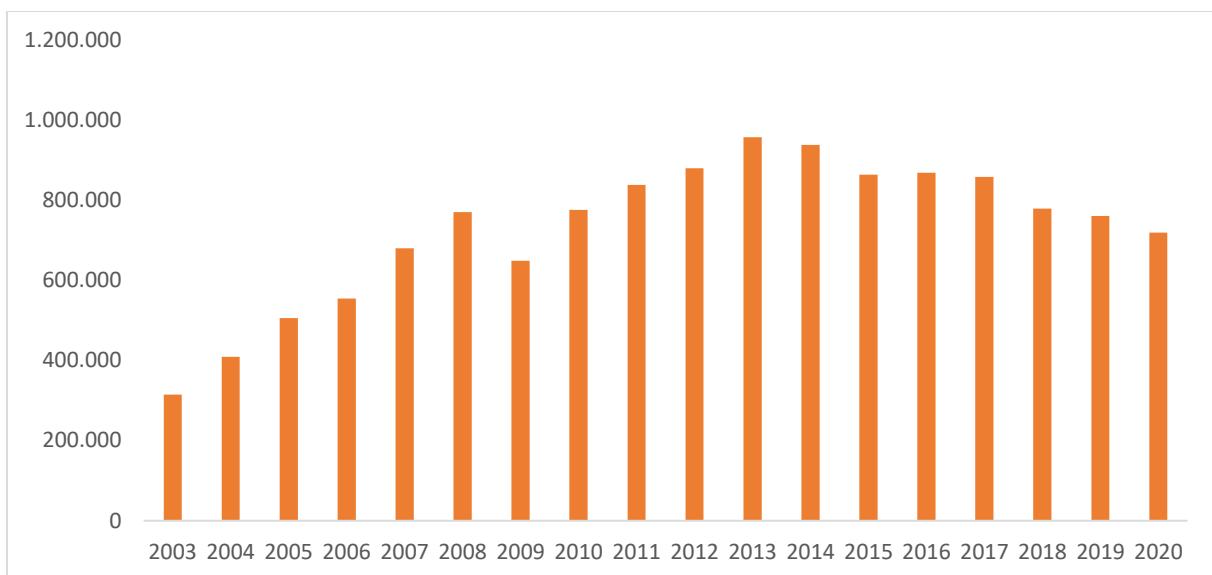
Após a implementação do Programa de “Transição para uma Economia Forte”, a Turquia foi capaz de sustentar sua recuperação econômica nas reformas estruturais realizadas no setor bancário e mercados financeiros, mas esse movimento se deu, de fato, com o apoio do crescimento da economia mundial e uma melhora nas condições da liquidez internacional, conforme vimos na análise da periodicidade anteriormente descrita em capítulo anterior dessa dissertação. Observa-se um período de expansão da economia turca a partir de 2002 e até basicamente 2008, o que ocorre também em diferentes economias periféricas.

⁵⁴ O combate inflacionário na Turquia expunha a adoção da estratégia neoliberal de desenvolvimento adotada pelo governo, na qual as metas de inflação visavam proteger o valor dos ativos financeiros investimentos no país, enquanto supriam o crescimento dos salários dos trabalhadores abaixo das taxas de inflação.

Essa foi uma fase de rápida entrada de capitais financeiros estrangeiros, atraídos por maior rentabilidade dos ativos denominados em lira, assim como buscando se beneficiar das altas taxas de juros. O volume de recursos financeiros durante o período levou à uma valorização da lira, fazendo com que houvesse um aumento da importação de bens de consumo e investimento de modo a ampliar o déficit na conta de transações correntes.

A tendência de crescimento econômico da Turquia é interrompida no interregno entre 2008-09 em decorrência dos efeitos recessivos da crise do *subprime*, contudo, a recuperação da crise é rápida e coloca o país em um acelerado ritmo de crescimento econômico que se estendeu até meados de 2013. Podemos observar o movimento de recuperação da economia turca frente a crise financeira de 2007 a partir do gráfico 28 que apresenta o valor do PIB do país durante o período.

Gráfico 27: Turquia – Produto Interno Bruto (PIB) a preços correntes (dados trimestrais em US\$ bilhões)



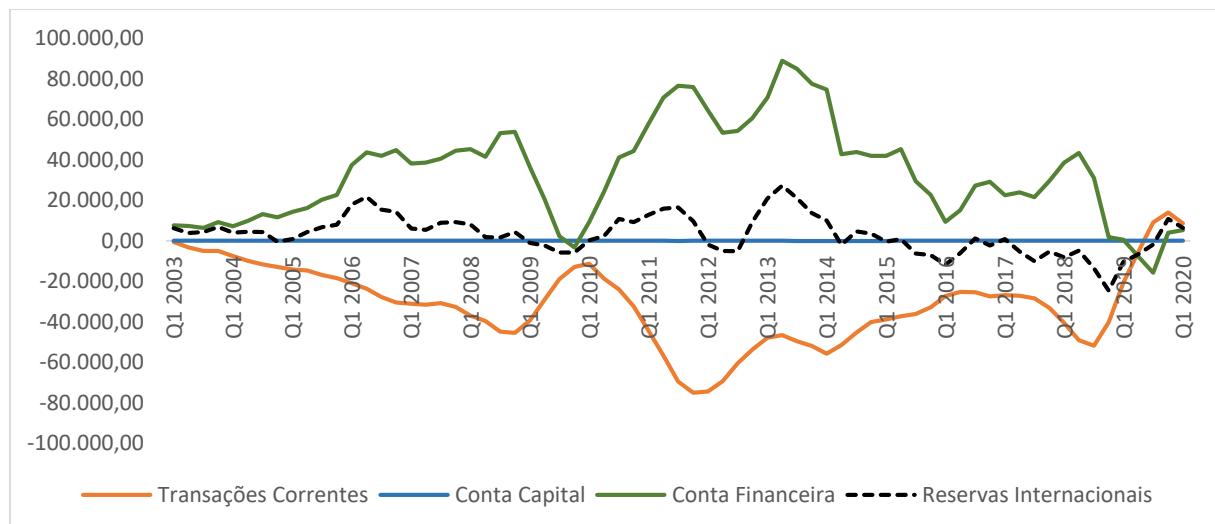
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook* (FMI).

Assim como para várias economias periféricas, o período de expansão pós crise de *subprime* vai essencialmente até 2012 (Gráfico 28), quando ocorre a problematização dos bancos europeus, sendo que em 2013 ocorre um fator adicional de instabilidade conjuntural, que é a indicação da mudança da política monetária norte americana. Como vimos na análise da periodicidade, esses acontecimentos retraem a liquidez mundial. Mas, aspectos importantes para os países periféricos refere-se duas questões adicionais: (i) ocorre uma dificuldade na retomada mais vigorosa do

comércio mundial, por conta de problemas da demanda mundial (TDR, 2017) e (ii) a retomada dos preços das commodities ocorrida depois da crise de *Subprime* começa a arrefecer depois de 2013, questão casada com os problemas de demanda. O Gráfico 29 nos mostra a dinâmica da Balança Comercial, observando-se o arrefecimento das exportações entre 2013 e 2016 e a continuidade do crescimento das importações, ainda que modesto.

Nesse sentido, apresentam-se fortes déficits de Transações Correntes (Gráfico 29). Paralelamente, do lado da Conta Financeira, após um período de forte retomada de recursos (entre 2009 e 2011), o que passa a ocorrer é que a entrada de recursos começa a ficar mais instável e, depois de 2013, ocorre um movimento de redução desses fluxos, tal qual já indicado pela análise da dinâmica da liquidez para os países periféricos nessa época.

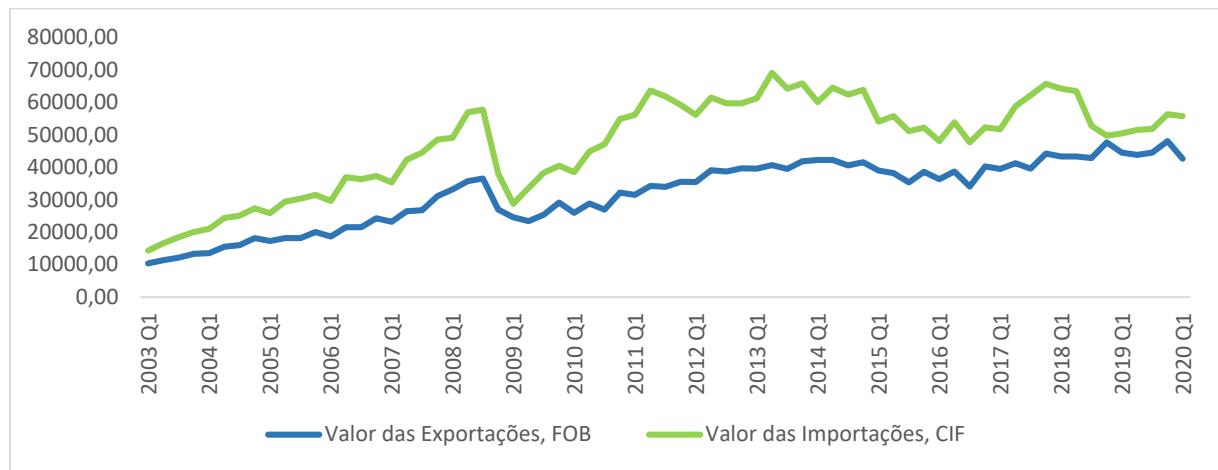
Gráfico 28 – Turquia: Balanço de Pagamentos (BP) e suas subcontas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* A Conta Financeira foi obtida através do somatório das contas de Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira, Derivativos e Outros Investimentos, além de ter sido multiplicada por -1 para facilitar a leitura e compreensão da lógica de entrada dos fluxos financeiros.

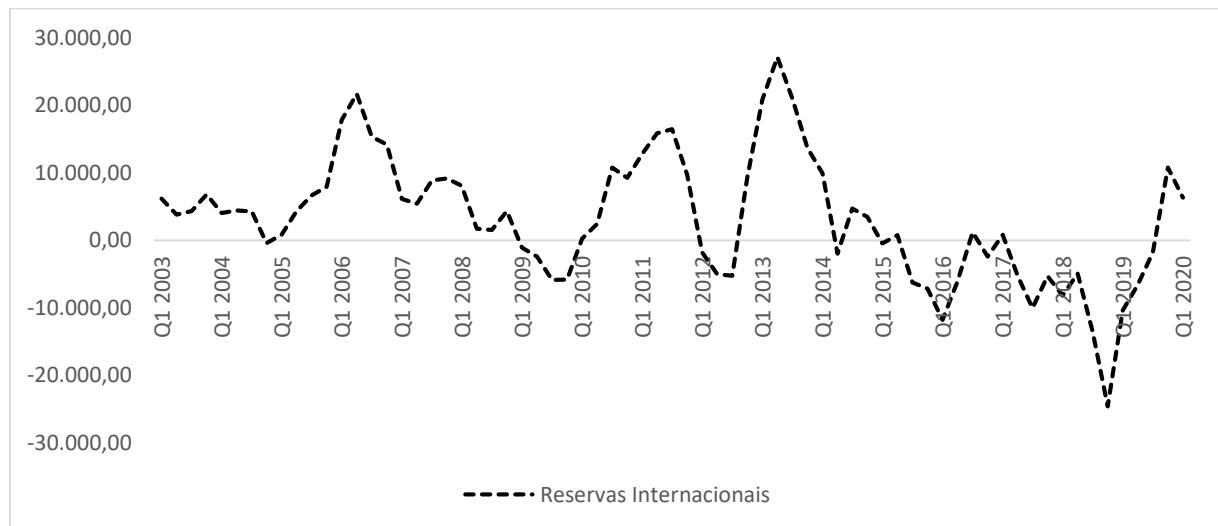
Gráfico 29: Turquia – Diferencial entre os valores das Exportações e Importações (dados trimestrais em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistic* (FMI).

* As modalidades de frete FOB (Free On Board) e CIF (Cost, Insurante, Freight) são utilizadas quando se tratam de cargas de alto valor agregado ou o custo de frete é muito alto.

Gráfico 30 – Turquia: Fluxo de Reservas Internacionais (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)*



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Valor positivo significa superávit do BP e fluxo de reservas dirigido ao BC (+). Isso significa a retirada de divisas de circulação. O valor negativo significa déficit do Balanço de Pagamentos e o Banco Central perdendo essas Reservas (-). Isso significa que o Banco Central está vendendo essas divisas para controlar o câmbio.

A partir de 2013 a tendência dominante é de déficit do Balanço de Pagamentos autônomo da Turquia, sendo que, para segurar o câmbio o Banco Central vende Reservas, conforme pode ser observado no Gráfico 30, que apresenta o fluxo das

reservas que saem do BC (resultado negativo) e cobrem as necessidades do Balanço de Pagamentos⁵⁵.

No que diz respeito aos movimentos das reservas internacionais deve se levar em consideração a situação econômica turca durante o pós-2001. A Turquia saiu da crise com um montante baixo de reservas internacionais. A partir daí, não houve a articulação de grandes medidas para abordar esse problema, de modo que o movimento das reservas variou conforme as entradas e saídas de moeda forte decorrentes dos movimentos do Balanço de Pagamentos.

Após a crise de 2007-08, as autoridades turcas lançaram um instrumento para auxiliar a acumulação de reservas ao final de 2011. Foi o “Mecanismo de Opções de Reserva”. Este tinha como objetivo conter as entradas de curto prazo, moderar o crescimento do crédito interno e contribuir para a redução da volatilidade cambial. No entanto, apesar dos esforços do Banco Central, as reservas mantiveram uma grande flutuação durante o período, permanecendo mais baixas que em outras economias emergentes (MAROIS & GÜNGEN, 2019).

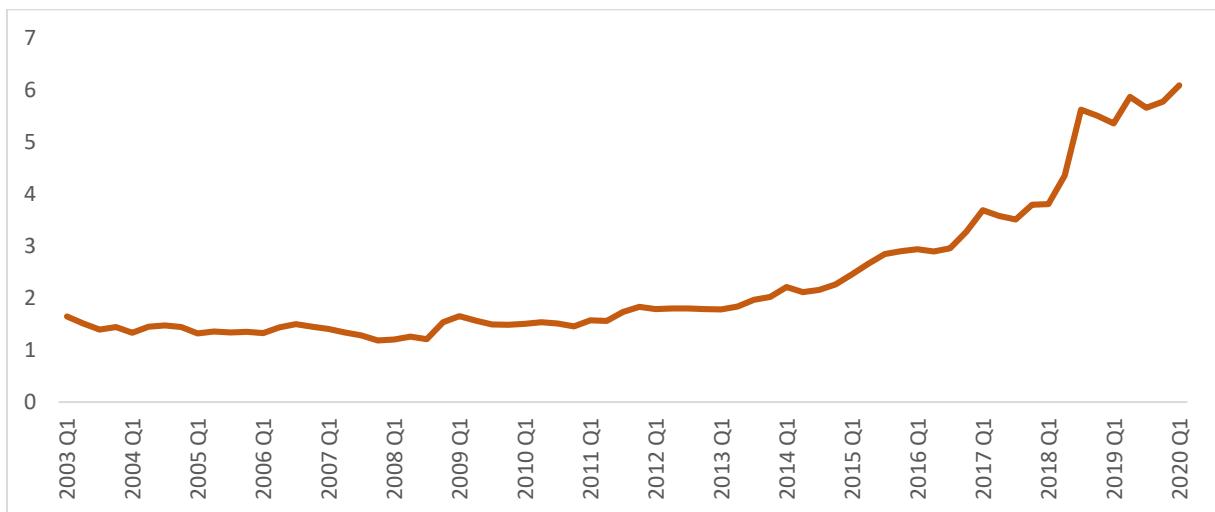
A isso se soma a piora paulatina das condições de inserção internacional do país a partir de 2013. Dessa forma, outro resultado importante dessa dinâmica é o fato de que, após 2013 começa a ocorrer um movimento de desvalorização do câmbio, invertendo a tendência anterior de relativa estabilidade e de câmbio valorizado, o que havia comprometido a indústria nacional. A problematização da indústria local, por sua vez gerava a necessidade contínua de importações, toda a vez que o país crescia, o que explica a tendência das mesmas. Isso se contrapôs à piora paulatina das exportações depois de 2013, tendo em vista à integração comercial da Turquia tanto com os países asiáticos como os europeus, sendo que se destacam os problemas da demanda mundial nessa época, conforme já comentado.

Ao tempo em que a inserção externa da Turquia piora, em que começa a haver um movimento de desvalorização do câmbio mais expressivo, também ocorrem

⁵⁵ Na contabilização antiga do BPM5 as Reservas apareciam com o sinal inverso do Resultado do Balanço de Pagamentos. Se o balanço fosse deficitário, significaria que “faltaram divisas” para o fechamento do BP àquele nível de câmbio. O Movimento das reservas aparecia com o mesmo montante com o sinal positivo (invertido), significando que o BC disponibilizou Reservas para “cobrir as divisas faltantes” para o fechamento do BP àquele nível de câmbio. No caso apresentado no gráfico, estamos apresentando os fluxos de reservas do ponto de vista do BC: resultado + quando o BC compra Reservas e as retira de circulação (BP autônomo positivo) e resultado -, quando o BC vende reservas e elas saem se seu balanço para cobrir as necessidades de divisas(BP autônomo negativo)

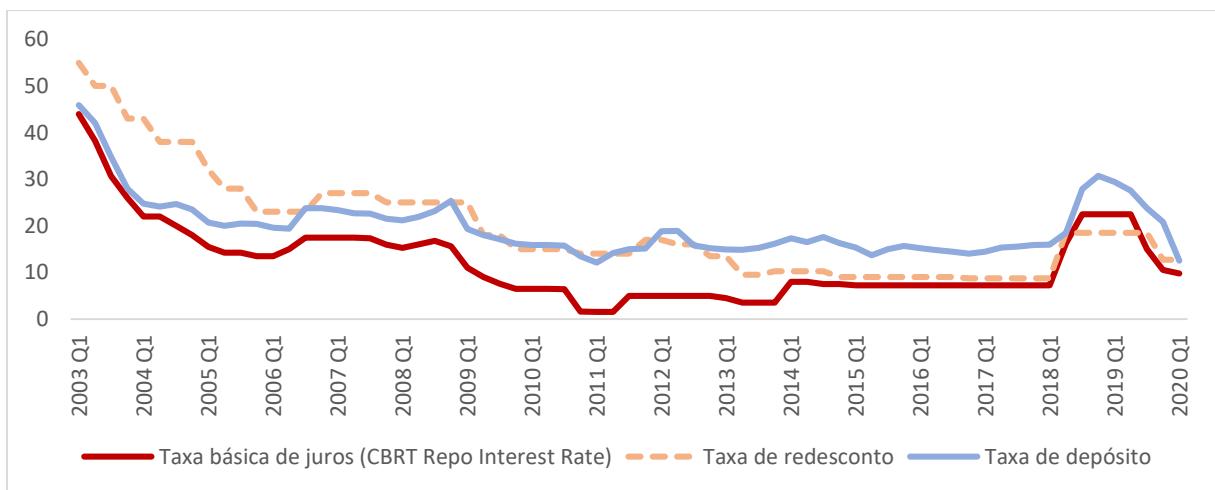
impactos inflacionários resultantes desse último movimento. Tendo em vista a política de “metas de inflação”, ocorre, em 2013 um movimento de aumento dos juros básicos (CBRT Repo Interest Rate), sendo que essa taxa retorna ao patamar de 10% ao ano (Gráfico 32).

Gráfico 31: Turquia - Taxa de Câmbio Doméstica Lira turca por US\$ (dados trimestrais)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistic* (FMI).

Gráfico 32: Turquia – Taxas básica de juros (CBRT Repo Interest Rate) e indicadores selecionados (dados trimestrais em % a.a.)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistic* (FMI).

Esse período pós 2013 é, então uma fase de instabilidade e de retração do crescimento para a economia Turca. Essa queda da atividade econômica se juntou à um movimento de desvalorização da Lira turca (Gráfico 31).

Destaque-se que o movimento mais profundo de desvalorização do câmbio ocorreu após 2017, situação em que o processo inflacionário na Turquia se avolumava e o crescimento do país arrefecia, numa situação de comércio mundial menos dinâmico e de liquidez internacional mais instável. Nessa situação, o Banco Central Russo não efetua uma política monetária de combate à inflação via aumento de juros, como preconizado pelo sistema de Metas de Inflação. “Os mercados” começam a indicar que essa “inconsistência” estaria ocorrendo por conta da forte crítica do presidente no Poder ao aumento das taxas de juros.

Como indicamos isso ocorria em conjunto com a piora da Balança comercial e de liquidez internacional mais instável, como também em situação de forte endividamento externo da Turquia (que será analisado mais abaixo). Com essa conjuntura, os capitais dirigidos à Turquia começam a reduzir-se, afetando o câmbio, o que é magnificado por acontecimentos diplomáticos entre Turquia e Estados Unidos, que levam ao Presidente Trump a realizar sanções contra as exportações turcas (especialmente de alumínio). Esse conjunto de acontecimentos provoca um importante movimento de desvalorização do câmbio em 2018, que é respondido pelo Banco Central, por um enorme aumento das taxas de juros domésticas, respondendo positivamente às pressões do “mercado”. Esse movimento ocorre de novo em 2019, quanto a taxa de juros básica ultrapassa o patamar de 20% a.a.

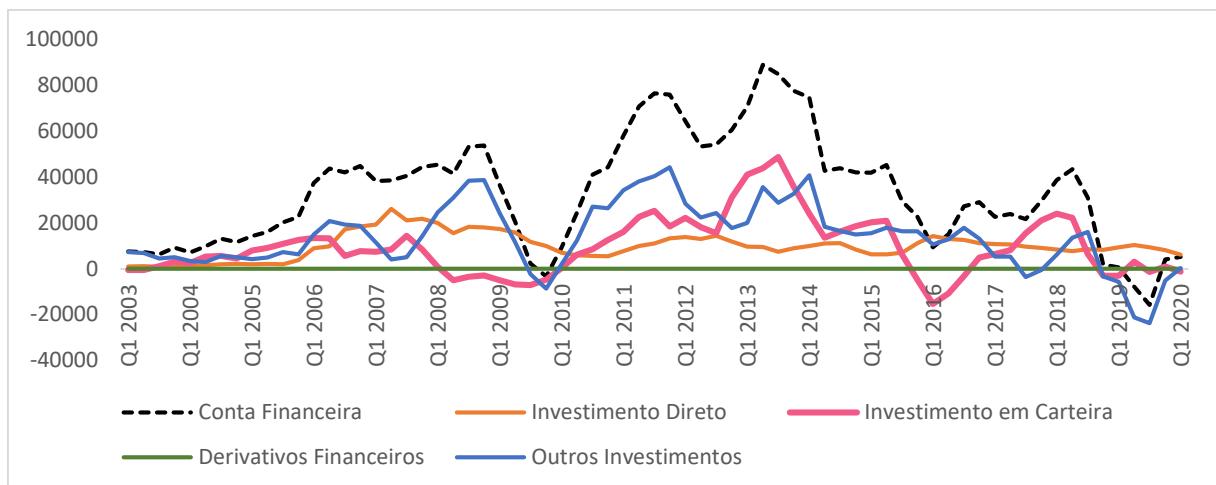
Um comentário importante é o de que, após 2018 ocorreu uma melhora na Balança Comercial e de Transações correntes, decorrente da expansão das exportações. Mais uma vez, essa expansão parece ser resultado da própria desvalorização do câmbio, que incentiva o setor exportador, sem que tenha ocorrido efetivamente qualquer diversificação produtiva ou qualquer melhora das condições estruturais da economia turca. Na verdade, o que parece ter ocorrido após 2018 foi a piora das condições da especialização produtiva, com ganhos para o setor exportador.

3.2.2 Análise dos fluxos de capitais dirigidos à Turquia entre 2003 e 2019

Pelos dados da Conta Financeira Turca, apresentados no Gráfico 33, a mesma teve um comportamento líquido predominantemente superavitário entre 2003 e 2018, quando ocorre forte reversão de recursos.

Na verdade, analisando o comportamento da conta Financeira líquida é possível traçar uma periodicidade, que tem relação com a periodicidade apresentada no Capítulo 2, referente à dinâmica da liquidez internacional.

Gráfico 33 – Turquia: Conta Financeira (CF) e suas subcontas líquidas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics*.

* A Conta Financeira foi obtida através do somatório das contas Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira, Derivativos Financeiros e Outros Investimentos, além de ter sido multiplicada por -1 para facilitar a leitura e compreensão da lógica de entrada dos fluxos financeiros.

Podemos traçar basicamente 6 períodos:

- (i) **Período de entrada forte de recursos**, entre 2003 e primeiro semestre de 2008, como resultado do movimento de liquidez internacional, dos processos de abertura observado, do período de crescimento do país e das altas taxas de juros domésticas;
- (ii) **Fase de reversão de recursos**, como impacto da crise de subprime, que vai do segundo semestre de 2008 até o primeiro semestre de 2009;
- (iii) **Fase de forte retorno dos capitais** e essa evolução permanece basicamente até 2013, ainda que em 2012 tenha ocorrido uma breve reversão por conta da instabilidade provocada pela crise dos bancos da zona do Euro.
- (iv) **Período de direcionamento de capitais mais moderado** e volátil entre 2013 e 2017, sendo que a conta financeira líquida permanece essencialmente positiva, mas os volumes são menores do que os

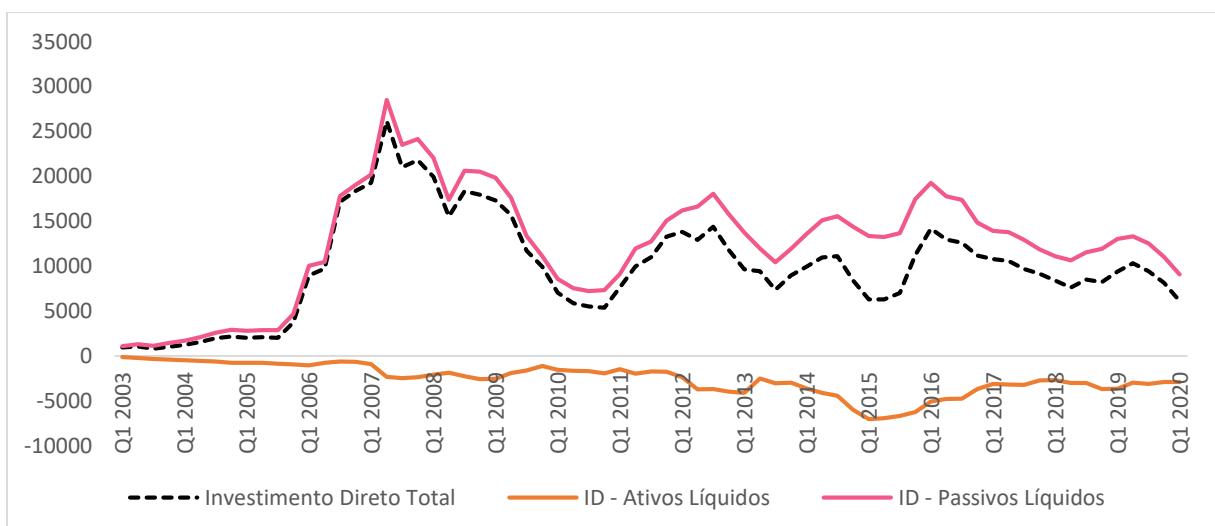
observados na fase anterior. Nessa fase observamos também a piora do crescimento da economia Turca, dinâmica descrita na seção anterior.

- (v) **Período de reversão de recursos** entre o final de 2017 e o primeiro semestre de 2019, quando ocorre o forte movimento de saída de capitais, e de desvalorização do câmbio já comentado na seção anterior.
- (vi) **Retorno dos capitais** no segundo semestre de 2019 depois da expressiva subida da taxa de juros básica, sendo que a segui vem a reversão provocada pela crise do Corona Vírus.

Ainda quanto às contas líquidas, considerando os dados apresentados pelo mesmo Gráfico 33 vemos que depois da crise de *subprime* os recursos que mais se expandem são os de Investimentos em Carteira, seguidos pelos Outros Investimentos, sendo que em terceiro lugar estão os fluxos de Investimentos Diretos. Essa performance é um pouco diferente da observada no Brasil, em que os fluxos de Investimentos Diretos são os mais importantes, seguidos pelos Investimentos em Carteira.

Para investigar melhor a dinâmica desses fluxos, a seguir abrimos cada uma das grandes contas, sendo que passamos a seguir a analisá-las. Iniciaremos a análise observando a composição da Conta de Investimentos Diretos.

Gráfico 34 – Turquia: Investimento Direto (ID) divididos entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Investimentos Diretos de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

O Gráfico 34 mostra a evolução dos movimentos dos Investimentos Diretos, sendo observar que o movimento dos passivos (estrangeiros), referentes aos Investimentos Diretos no país dominam a conta, sendo que os Investimentos Diretos ativos (residentes) no exterior são secundários, ainda que tenham crescido entre 2014 e 2015. O período que vai de 2005 a 2007 é aquele que apresenta a maior expansão dos Investimentos Diretos Passivos.

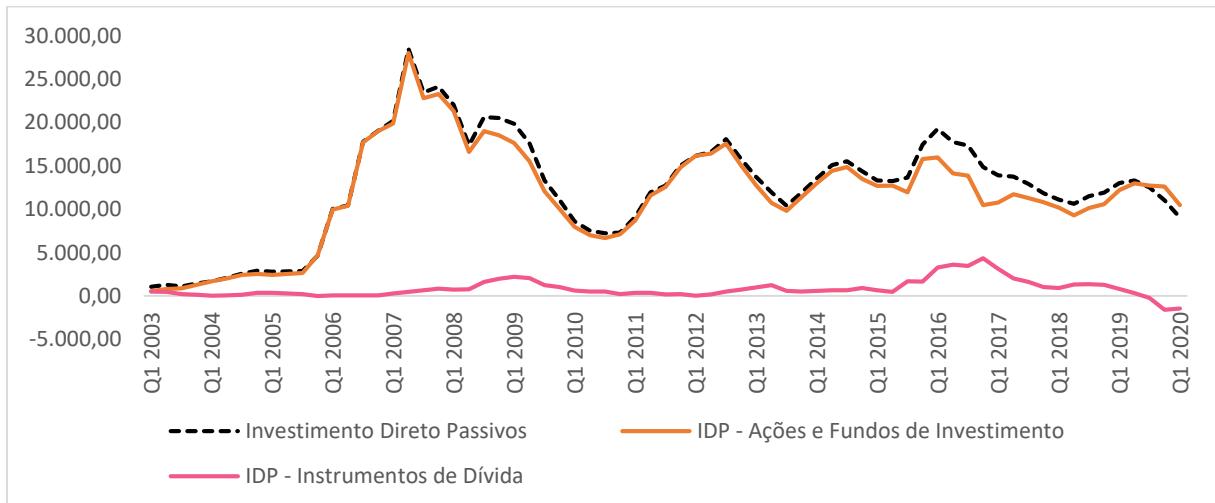
Observa-se uma reversão entre o segundo semestre de 2008 e até o primeiro trimestre de 2010. Só depois disso é que se nota uma retomada. Ou seja; enquanto no Brasil, os Investimentos Diretos quase não apresentam reversão na crise de *subprime*, no caso da Turquia os Investimentos Diretos de Estrangeiros apresentam uma reversão na crise de *subprime* e demoram a retornar.

Só no segundo trimestre de 2010 é que se observa um retorno mais forte dos Investimentos Diretos de Estrangeiros e, mesmo assim, em volumes menores do que os observados na fase anterior. Essa também é uma performance diferente da apresentada pelo Brasil em que depois da crise de *subprime* ocorreu uma expansão mais vigorosa desses investimentos.

Depois de 2013 os Investimentos Diretos de Estrangeiros apresentam uma volatilidade maior, ainda que tenham mantendo-se positivos em volumes ainda elevados.

Abrindo-se o fluxo de Investimentos Diretos de Estrangeiros (Gráfico 35), observamos que o principal fluxo é o referente a transações de “Ações e Fundos de Investimento”. Essa rubrica refere-se à Investimentos Diretos em “participação de capital”, que estão ligados a compras acima de 10% das ações ordinárias de uma empresa. Já os chamados “Instrumentos de Dívida” por parte dos estrangeiros foram inexpressivos frente ao volume direcionado à outra rubrica. Essa última rubrica refere-se essencialmente, a empréstimos intercompanhias, o que não é de fato, Investimento Direto. Essa é uma dinâmica positiva, pois indica que o Investimento Direto líquido está refletindo realmente a compra de ações, já que essa é a rubrica mais importante.

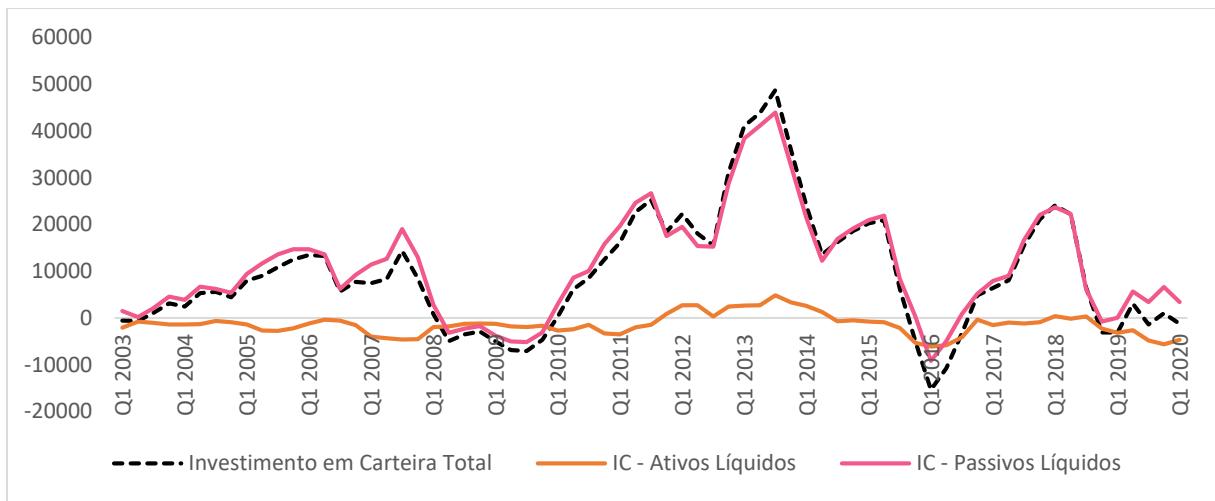
Gráfico 35 – Turquia: Investimento Direto Passivos (IDP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

A próxima análise refere-se aos Investimentos em Carteira e o Gráfico 36 nos mostra que, mais uma vez, são os estrangeiros (passivos) que dominam essa conta, sendo que o movimento de residentes (ativos) é substancialmente menor.

Gráfico 36 – Turquia: Investimento em Carteira (IC) divididos entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Investimentos em Carteira de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

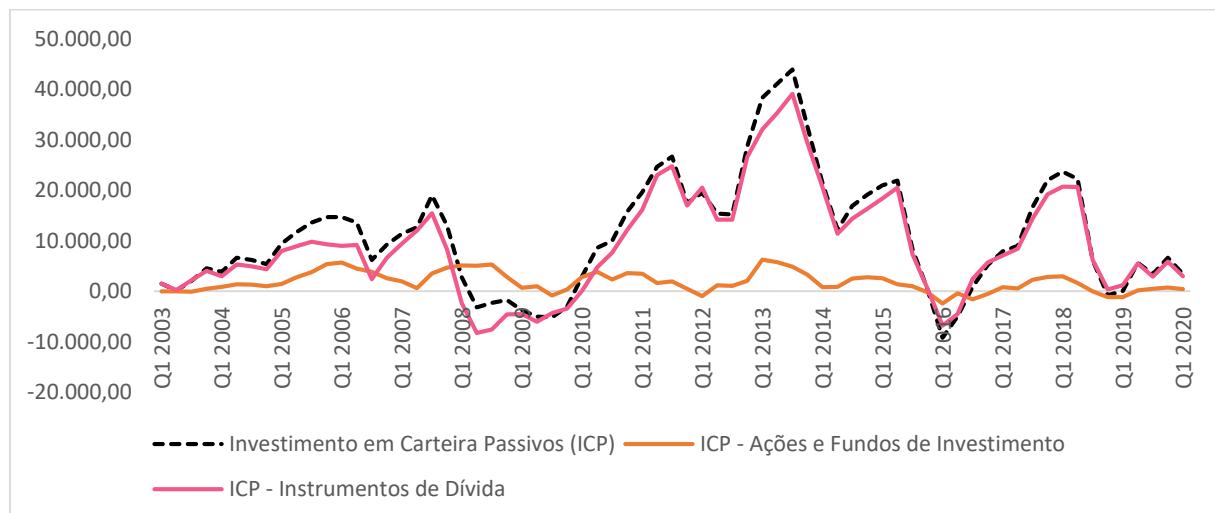
A dinâmica dos Investimentos em Carteira segue, essencialmente, a periodicidade que construímos acima para a Conta Financeira líquida. Observa-se a

expansão inicial de recursos, a reversão na crise de *subprime* e seu retorno ainda em 2009. Por outro lado, o período 2009 (segundo semestre) a 2013 é aquele que apresenta os maiores volumes de recursos, ocorrendo forte reversão em 2012, quando muda a política monetária americana. Um acontecimento adicional se observa em 2015, quando os Estados Unidos iniciam o retorno do aumento da sua taxa de juros básica.

Ou seja, esse acontecimento e a reversão dos Investimentos em Carteira, nos mostram a sensibilidade dos mesmos aos fatores conjunturais e indicam que essa fase pós 2013 é mais instável. Indicam ainda a instabilidade provocada pelas mudanças na política monetária norte americana.

Essa maior instabilidade ocorre quando a economia turca já havia aumentado em muito seu endividamento externo. É nessa fase de instabilidade que as questões internas da própria política macroeconômica turca magnificam a visão de curto prazo dos fluxos que se dirigiam ao país. O não ajuste da política aos requerimentos do mercado (não aumento de juros em situação de crescimento da inflação) e as tensões com os Estados Unidos provocam forte saída de capitais com impactos importantes sobre o câmbio. Este retorno só ocorreria depois da forte expansão das taxas de juros ocorrido em 2018 e, depois em 2019.

Gráfico 37 – Turquia: Investimento em Carteira Passivos (ICP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)

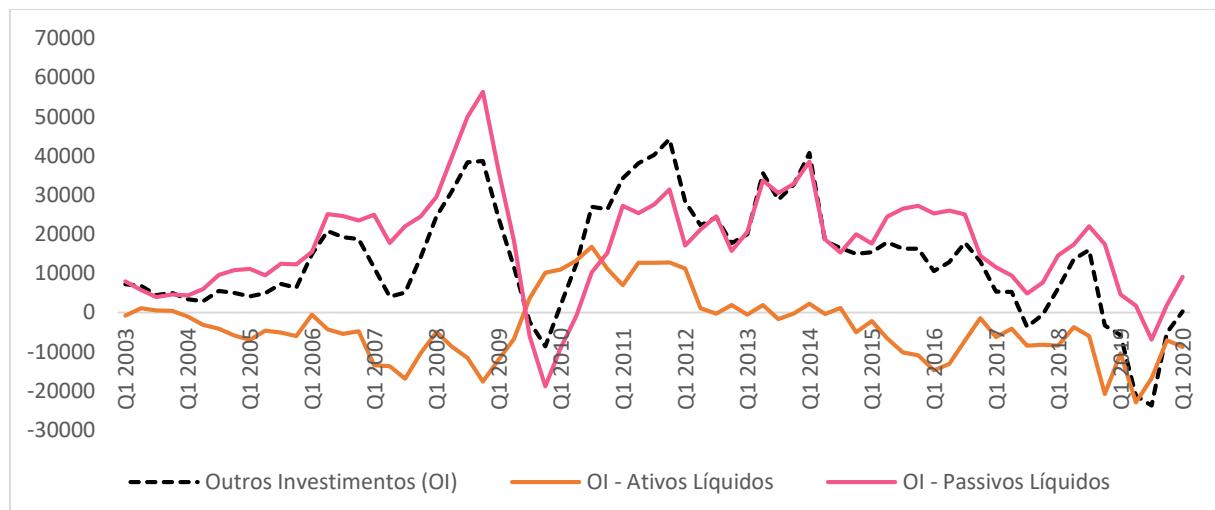


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

Abrindo-se a conta de Investimentos em Carteira Passivos, vemos no Gráfico 37, que são as aplicações em títulos de renda fixa (instrumentos de dívida) as que dominam a referida conta. Elas compõem a dívida externa (o que não ocorre com a compra de ações). São fluxos que pagam remessas de juros (contabilizados na conta de Rendas de Transações Correntes) e também pagam amortizações. Como é possível observar, se expandem no início da década de 2000, mas com mais força entre 2010 e 2013, sendo que se articulam ao crescimento da dívida externa turca. A abertura financeira, a liquidez internacional e os altos juros internos explicam essa enorme atração de recursos, mas depois de 2013 se observa sua alta volatilidade.

Por fim, chegamos à conta de Outros Investimentos (já que não analisaremos Derivativos, que é uma conta de baixíssimos valores) e o Gráfico 38, nos mostra a abertura dessa conta, separando-a entre Ativos e Passivos.

Gráfico 38 – Turquia: Outros Investimentos (OI) divido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Outros Investimentos de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

No caso dessa conta, permanece a lógica de que o fluxo de Estrangeiros é mais robusto do que o de residentes. Ainda assim, os fluxos de residentes (ativos) também são importantes, especialmente no interregno entre 2010 e 2012 e também nos movimentos de saída entre 2008 e 2009, como também em 2018. Isso significa que nos momentos de reversão de recursos os residentes estão mandando recursos para o exterior, magnificando uma saída que também ocorre da parte de estrangeiros.

Analizando-se a conta de Outros Investimentos de Estrangeiros, observa-se os seus altos volumes alcançados na primeira fase de expansão e uma observação importante é a de que esses fluxos atingem valores superiores aos dos Investimentos em Carteira de Estrangeiros e do que os dos Investimento Diretos de Estrangeiros. No caso dos OI Passivos, o valor máximo chega a US\$ 20.686 milhões enquanto que nos de IC Passivos o valor maior é o de US\$ 19.805 milhões e o dos ID Passivos é de US\$ 9.510 milhões. O que esses dados indicam é que ao longo dos anos 2000 há forte expansão dos empréstimos bancários estrangeiros dirigidos às empresas turcas, que tomaram muito recurso em dólar, mas a taxas de juros menores do que as do mercado local. Se, por um lado isso é positivo, por conta dessas menores taxas, de outro lado, traz consigo um forte fator de instabilidade, pois movimentos de desvalorização do câmbio, como os ocorridos especialmente depois de 2013 e mais especialmente em 2017 e 2018 afetam profundamente esses devedores.

Conforme vimos anteriormente, a partir de 2013 o Balanço de Pagamentos Turco começou a apresentar problemas de déficit, sendo que o Banco Central vendeu reservas para possibilitar o fechamento do balanço de Pagamentos à taxa de câmbio resultante. Isso ocorria em fase de alto endividamento externo.

Vimos então que o Banco Central da Turquia aumentou fortemente sua taxa de juros em 2018, como instrumento de combate à inflação e para prevenir uma crise cambial, ignorando a demanda de seu presidente da república para que isso não ocorresse. Na ocasião, a taxa de curto prazo foi para 17,5%, depois de grande pressão por parte de investidores internacionais. Isso por que os investidores ficaram preocupados pela demanda de empréstimos de salvamento (*rescue credit*) para o FMI efetuada pelo Governo tendo em vista o volume da dívida externa e as necessidades de recursos para fechar o Balanço de Pagamentos.

Argentina, África do Sul, Indonésia e México também foram países que sofrerem uma forte desvalorização do câmbio, como consequência da saída de investidores internacionais preocupados com o crescimento de fundos de empréstimos internacionais por parte de suas autoridades monetárias mais ou menos na mesma época.

No caso da Turquia os investidores expressam seus receios pela reeleição de Erdogan à presidência, criticando seu “viés de intervenção” na economia. Um de seus

movimentos foi o de passar a controlar o fundo soberano do país. Ademais, Erdogan vinha pressionando os bancos a manterem suas taxas de juros baixas, a fim de incentivar o crescimento. Aliás o presidente criticou os sucessivos aumentos da taxa de juros básica que acabaram se efetuando.

Então, a indicação é a de que os acontecimentos da Rússia entre 2015 e 2019 indicam um período de liquidez, mas de forte instabilidade, por conta da mudança da política monetária norte americana, com os aumentos de juros básicos dos EUA ocorrendo em 2015. Países periféricos que apresentaram problemas de balanço de pagamentos então (por conta também da dinâmica mais baixa do comércio e da queda do preço das commodities) e recorreram a empréstimos do FMI sofreram com a desconfiança dos mercados, sendo que essa instabilidade que enfrentaram é contra a face do amplo endividamento resultante da liquidez internacional e da abertura financeira. Mais uma vez, a “conta” da reversão é jogada aos devedores.

Assim, nota-se que a Turquia não era a única a enfrentar problemas em seu balanço de pagamentos nessa fase e não era a única a ter alta dívida externa. No entanto, a especificidade de sua histórica taxa de juros alta gera uma institucionalidade que tem grande facilidade em aumentar rapidamente a taxa de juros provocando patamares altíssimos.

3.2.3 Análise da dinâmica da volatilidade da Conta Financeira da Turquia

Quando analisamos os grandes fluxos que mais contribuem para a variância da conta financeira, vemos que Os Outros Investimentos despontam, sendo responsáveis por 57,06% da variância observada. Os Investimentos em carteira são responsáveis por 40,3% e os Investimentos Diretos, por 2,65. Esse último resultado se explica pelo fato de os Investimentos Diretos terem ocorrido em volumes muito menores do que as duas rubricas anteriores e pelo fato também de serem menor voláteis. Quando analisamos as contas mais abertas, chegando ao que chamamos de ‘terceiro nível de abertura da conta financeira’, vemos que as maiores contribuições para a volatilidade dessa conta vêm dos IC Passivos em instrumentos de dívida (31,04%); dos OI Passivos em “outros instrumentos de dívida” (41,59%) e dos OI Ativos em instrumentos de dívida (15,55).

Ou seja, os fluxos de estrangeiros (PASSIVOS) em Investimentos em Carteira títulos de renda fixa e em OI Outros instrumentos de dívida (basicamente empréstimos bancários) dominam a explicação da volatilidade da Conta Financeira do BP tailandês.

É o forte ingresso provocado pelo processo de abertura financeira, pela ampla liquidez internacional e pelo alto diferencial de juros que ocorre entre a Turquia e os países centrais que explicam a entrada expressiva e crescente dos recursos, sendo que parte desses capitais (especialmente os de IC), entram por operações de *carry-trade* e buscam mercados com alto potencial de rentabilidade e baixas barreiras de controle, como o mercado da Turquia. Por outro lado, são esses mesmos capitais que geram a armadilha da excessiva dívida externa. São esses capitais que volatilizam rapidamente nas mudanças de conjuntura, gerando pressões sobre câmbio e juros e subordinando a Turquia a uma lógica altamente conjuntural.

Tabela 2 – Turquia: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira (1º trimestre de 2003 ao 1º trimestre de 2020)

Conta	Impacto na variância	Desvio Padrão	N*	Média dos saldos negativos	Volatilidade Ponderada
Conta Financeira (CF)	100%	8581,87	58	-10619,53	-1,04
Investimento Direto ID)	2,65%	1707,16	69	-2519,32	-0,21
ID Ativos Líquidos (IDA)	-0,83%	528,55	1	-180,00	-0,06
IDA - Ações e Fundos de Investimento	-0,25%	453,51	1	-180,00	-0,06
IDA - Instrumentos de Dívida	-0,20%	223,54	6	-55,00	-0,03
ID Passivos Líquidos (IDP)	-1,87%	1822,27	69	-3188,20	-0,22
IDP - Ações e Fundos de Investimento	3,26%	1752,37	69	-2990,48	-0,21
IDP - Instrumentos de Dívida	-0,16%	369,07	52	-319,88	-0,04
Investimento em Carteira (IC)	40,30%	4884,70	46	-4810,26	-0,59
IC Ativos Líquidos (ICA)	3,96%	1020,81	26	-565,08	-0,12
ICA - Ações e Fundos de Investimento	-0,04%	54,06	10	-65,50	-0,01
ICA - Instrumentos de Dívida	5,41%	1025,03	27	-552,26	-0,12
IC Passivos Líquidos (ICP)	8,45%	4415,97	48	-4775,67	-0,54
ICP - Ações e Fundos de Investimento	3,89%	1033,26	47	-921,36	-0,13
ICP - Instrumentos de Dívida	31,04%	4059,10	46	-4310,91	-0,49
Derivativos Financeiros (DF)	0,00%	0,00	0	-	-
DF Ativos Líquidos (DFA)	0,00%	0,00	0	-	-
DF Passivos Líquidos (DFP)	0,00%	0,00	0	-	-
Outros Investimentos (OI)	57,06%	5831,70	51	-5768,46	-0,71
OI Ativos Líquidos (OIA)	-5,00%	3887,23	29	-2743,86	-0,47
OIA - Other Equity	-0,03%	33,04	1	-15,00	0,00
OIA - Instrumentos de Dívida	15,55%	3887,95	29	-2762,97	-0,47
OI Passivos Líquidos (OIP)	2,26%	5378,21	56	-6014,23	-0,65
OIP - Other Equity	0,00%	0,00	0	-	-
OIP - Direitos Especiais de Saque	-0,05%	178,98	1	-1497,62	-0,02
OIP - Outros Instrumentos de Dívida	41,59%	5402,05	56	-6014,23	-0,66

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

CAPÍTULO 4 – ESTUDO DOS FLUXOS DE RECURSOS FINANCEIROS DIRIGIDOS À RÚSSIA, CORÉIA DO SUL E NIGÉRIA NO PERÍODO ENTRE 2003 E 2019

Neste capítulo apresentaremos os estudos da Rússia e Coréia do Sul. A apresentação segue a mesma ordem dos estudos apresentados no capítulo 3. De forma que, inicia-se com uma visão geral do processo de abertura financeira e da dinâmica econômica, em seguida apresenta-se os dados do estudo da Conta Financeira e, por fim, na terceira parte, apresenta-se o resultado do estudo da volatilidade.

4.1 Processos de abertura e liberalização financeira e estudo do movimento dos fluxos da Conta Financeira para a Rússia no período 2003 a 201

4.1.1 Características da dinâmica econômica e o processo de abertura financeira ao longo dos anos 1990 aos anos 2000

(a) Transição ao Capitalismo e abertura da Conta Financeira na Rússia

As questões em torno da vulnerabilidade financeira da Rússia estão associadas (i) aos aspectos estruturais de seu processo de desenvolvimento econômico e inserção externa, sobretudo, ligados à desaceleração do modelo de crescimento extensivo do pós-guerra e a transição para a “economia de mercado” em conjunto com (ii) as reformas liberalizantes, marcadas pela abertura comercial e financeira conduzida ao longo década de 1990.

O primeiro aspecto diz respeito ao processo de redirecionamento da economia soviética em direção à um modelo de crescimento com uma base primário-exportadora, para lidar com importantes gargalos estruturais de insumos básicos e tecnológicos, o que em última instância criou uma vulnerabilidade externa em relação aos preços internacionais dos produtos exportados e às flutuações nas condições de financiamento externo. Já o segundo aspecto, ao viabilizar maior integração do sistema financeiro russo ao sistema monetário internacional, possibilitou que a economia do país se tornasse vulnerável às flutuações especulativas de capitais financeiros buscando maior rentabilidade⁵⁶. Nossa foco se centra no segundo aspecto,

⁵⁶ Isto ficou evidente em alguns momentos ao longo dos anos 1990, mas, principalmente, durante a crise cambial vivida ao final da década.

ainda que a dimensão da dinâmica produtiva esteja também inexoravelmente ligada à questão da vulnerabilidade externa, à medida que a restrição externa do país está ligada à essa questão das exigências de importações ligadas ao modelo de crescimento, vis-à-vis à geração de divisas.

Quanto ao primeiro aspecto, cabe observar que a partir dos anos 1970 a economia soviética passou a ter problemas no ritmo de acumulação de capital oriundos da exaustão das reservas de força de trabalho e de utilização de matérias-primas de baixo custo de extração, além fato de que, apesar grande industrialização da economia, havia a necessidade de adequar a próxima fase de acumulação de capital de acordo com as exigências de tecnologia e produtividade características da revolução científica em curso. Entretanto, a economia soviética não foi capaz de realizar este salto de produtividade muito em função das próprias características de sua industrialização pesada, especialmente em função do elevado grau de militarização da economia, incapacidade de substituir ou readequar o capital fixo instalado, dificuldade de difusão de inovações tecnológicas para a indústria civil e problemas ligados à estrutura trabalhista (MAZAT, 2013).

De acordo com Mazat (2013), as dificuldades enfrentadas pela economia soviética para fazer a transição de um “modelo de acumulação de capital extensivo” para um “intensivo” estavam entre as razões pelas quais fizeram os dirigentes do partido optarem por uma reorientação econômica voltada à um padrão primário-exportador de insumos industriais.

Em decorrência dessa opção observou-se, ao longo da década de 1970, um paulatino aumento das importações, oriundos dos países ocidentais. Paralelamente, observava-se o aumento das exportações, mas já se destacava a restrição externa e vulnerabilidade que se estava montando. De fato, ficava claro que o equilíbrio das contas externas dependia fortemente dos preços internacionais de seus produtos exportados (especialmente o petróleo). Na verdade, ao longo dos anos 1970 se observou uma problematização da balança de Transações Correntes, mas esses déficits foram facilmente contornados pelo aumento dos empréstimos internacionais em um período de forte expansão do Euromercado.

Assim como vários países periféricos que haviam aumentado fortemente seu endividamento externo via contratos de empréstimos com juros flutuantes, a situação

da vulnerabilidade da economia soviética se tornou particularmente problemática a partir de 1979, quando se observou um crescimento abrupto das taxas de juros e uma queda dos preços internacionais do petróleo.

O modelo de inserção externa baseado na exportação de produtos primários e importação de insumos industriais, sobretudo tecnológicos, tornava o equilíbrio do balanço de pagamentos exposto a flutuações nas condições de liquidez internacional, até então centrado em empréstimos bancários. De modo que, no momento de uma reversão do ciclo de liquidez e de queda no preço internacional dos produtos primários, a economia soviética foi confrontada com um duro processo recessivo que os levaria a considerar um projeto de profundas reformas industriais para solucionar tal vulnerabilidade.

Este programa de reformas ficou conhecido como a **Perestroika** e se estendeu de 1985 até 1991 e, em última instância, levaria à dissolução do regime soviético. De acordo com Mazat (2013), os dirigentes do partido atribuíam à excessiva rigidez do sistema de planejamento econômico centralizado a fonte da tendência à queda das taxas de crescimento da economia e, dessa forma, deveria ser adotado um certo grau de descentralização do planejamento e uma maior participação dos trabalhadores na gerência das empresas. Se tratava de uma tentativa de criar um setor privado capaz de lidar com problemas de alocação de recursos e promover mecanismos de mercado que dessem conta de readequar o sistema de formação de preços da economia. Seria, de certa forma, um “socialismo de mercado”. Tais reformas, entretanto, pouco surtiram efeito frente aos problemas enfrentados pela economia soviética e geraram, ao contrário um aumento na necessidade de importações, o que se confrontava com a nova queda dos preços internacionais do petróleo.

Então, o que se observou foi que as mudanças implementadas com a *Glasnost* e a *Perestroika* causaram forte desorganização do sistema soviético, agravando os problemas já presentes nessa economia e levando-a à quase estagnação. Observou-se aí a queda paulatina da União Soviética, culminando com sua posterior dissolução (MAZAT & SERRANO, 2013).

Dada a dissolução da União Soviética e formação dos estados independentes a Federação Russa emerge ao final de 1991 em uma complexa situação econômica, marcado por um forte processo recessivo e problemas crônicos em seu balanço de

pagamentos. O diagnóstico realizado à época considerava os problemas estruturais da economia russa haviam sido herdados do regime soviético, sobretudo, do “excessivo” peso do Estado na atividade econômica e os rígidos controles de preços exercidos. Assim, foi formulada uma estratégia, baseada em uma “segunda onda de reformas estruturais”, com o objetivo de realizar uma transição acelerada para uma economia plenamente capitalista, acompanhada por um programa de rápida estabilização macroeconômica. Esta fase de reformas ficou conhecida como a doutrina do “Tratamento de Choque”, sendo que se enquadrava nos moldes definidos pelo Consenso de Washington⁵⁷, e que indicou os “caminhos” a serem seguidos pelos países periféricos que haviam apresentado problemas de dívida externa ao final da década de 1990.

Assim como outros países periféricos, dentre eles o Brasil, também a Rússia entra em um programa de adequação a esses “requerimentos de mercado”.

Não finalizada a *Perestroika*, inicia-se em 1992 uma outra fase do processo de transformação da Rússia, com a nomeação de Boris Yeltsin à presidência e a opção do capitalismo como forma de organização produtiva e social (POMERANZ, 2009).

Nessa fase de aprofundamento do ajuste da economia russa aos “requerimentos dos mercados”, foi defendido o que ficou conhecido como “Terapia do Choque” rumo ao capitalismo. Esse movimento foi indicado fortemente pelo FMI e o Banco Mundial, sendo que sua visão consubstanciada nos ditames do “Consenso de Washington” definiram as mudanças institucionais levadas pela Rússia nesse período.

Podemos destacar três frentes para essas mudanças (SULIMIERSKA, 2008; MAZAT & SERRANO, 2012):

- Liberalização comercial e financeira;
- Estabilização;
- Avanço nas privatizações.

⁵⁷ Formulado pelo economista Williamson (1989), o *Consenso de Washington* se trata de um conjunto de políticas econômicas voltadas aos países em desenvolvimento para superar os efeitos da crise dos anos 1980. Dentre as medidas, constavam: 1) disciplina fiscal; 2) reorientação das despesas públicas; 3) reforma fiscal; 4) liberalização financeira; 5) fixação de uma taxa de câmbio única e competitiva; 6) liberalização do comércio exterior; 7) supressão dos obstáculos aos Investimentos Diretos Estrangeiros; 8) privatização das empresas públicas; 9) desregulamentação da concorrência; e, 10) segurança dos direitos de propriedade.

Ou seja, esse triplo processo ocorrerá na Rússia mais ou menos ao mesmo tempo em que está ocorrendo nos demais países periféricos, ainda que com ritmos diferentes. No caso da Rússia, sem dúvida há uma especificidade maior, na medida em que se trata de um país que está fazendo uma transição mais profunda em suas instituições e dinâmica econômica, estando em um processo de mudança do sistema de propriedade coletiva para uma economia de mercado (POMERANZ, 2009).

Essas transformações tiveram efeitos profundos sobre a economia russa, pois a desestruturação do modo de produção anterior não engendrou uma nova dinâmica vigorosa. Pelo contrário, como veremos, o triplo processo acima gerou, na verdade, o aprofundamento na descoordenação. Uma indicação importante desta questão é a de que a transformação implementada por Boris Yeltsin nos anos 1990 acabou gerando uma profunda queda do PIB no período (SEGRILLO, 2011).

Por um lado, as privatizações aprofundaram a passagem do predomínio da propriedade do Estado para a propriedade privada, gerando-se forte concentração produtiva (POMERANZ, 2009) e a formação de grandes grupos econômicos e, assim, permitindo-se até mesmo a participação de estrangeiros. Um comentário importante a esse respeito é o de que esses grupos se formaram, com grande articulação política, propiciando em alguns deles, esquemas de evasão de tributos e de divisas, lavagem de dinheiro, de articulação com o regime organizado, fato que afeta a própria visão dos aplicadores de capital quanto às efetivas condições dos mercados locais. Aliás, esse é um questionamento constante dos organismos internacionais em relação à economia russa. A questão do perfil e poder destes grandes grupos econômicos explica as suas próprias decisões quanto às aplicações dos lucros obtidos com os negócios na Rússia. Como veremos, o movimento desses detentores de capital (residentes) será o de efetuar aplicações fora da Rússia.

O processo de liberalização financeira, de outro lado, também se iniciou na década de 1990. Por um lado, houve uma reforma do sistema bancário, ainda que esse tenha permanecido fortemente articulado ao Estado, mas expandiu-se o acesso desses bancos a empréstimos no exterior. Outra reforma foi a paulatina “abertura da conta financeira”, iniciando-se pelo relaxamento às restrições aos Investimentos em Carteira aos Estrangeiros, sendo que esse processo ocorreu ao longo da década de 1990. O início do mesmo foi a permissão para que estrangeiros comprassem títulos do Governo Russo (GKO) (MUNHOZ, PEREIRA e DE DEUS, 2011).

Esse processo, paralelamente, ocorreu com a adequação às indicações do FMI, tanto é verdade que a Rússia aceitou o Artigo VIII do FMI, que exige a consulta ao Fundo, no caso de adoção de medidas quando o Governo quiser impor restrições aos fluxos internacionais (SULIMIERSKA, 2008).

A partir dessas mudanças institucionais pró liberalização e considerando o período de forte liquidez internacional, se observa uma forte entrada de capitais para a Rússia, tanto de Empréstimos bancários (conta Outros Investimentos), como de Investimentos em Carteira, especialmente na compra dos títulos GKO, que passaram a estar fortemente na mão de Estrangeiros. Note-se que esse último movimento teve a ver com a possibilidade de ganhos expressivos via o mecanismo de os estrangeiros se endividarem em condições de baixas taxas de juros e fazerem a aplicação financeira na Rússia, que apresentava taxas de juros mais altas.

Note-se que se geram passivos para o país, que são fortemente instáveis, pois se vinculam a capitais com “viés de curto prazo”, que podem se reverter rapidamente. Expande-se a “vulnerabilidade à reversão de recursos”, como foi indicado por Corrêa (2005, 2006).

Para além da entrada de capitais via conta financeira, observava-se também, nessa época uma balança comercial superavitária, por consta dos superávits do petróleo, sendo que esse movimento conjunto provocava o aumento das Reservas Cambiais (compras de Reservas por parte do Governo), gerando uma percepção de que as condições do câmbio estavam sob controle tendo em vista essas Reservas.

Contudo, nessa época, a abertura financeira provocou também um movimento paralelo: relativo ao comportamento dos residentes (ativos), especialmente por parte dos citados *Grandes Grupos Econômicos*. Na medida em que a abertura econômica também permitiu a liberdade aos residentes (ativos) de aplicarem no exterior, pode se observar um movimento importante de saídas de recursos desses agentes. Ou seja, uma saída de Investimentos em Carteira de Residentes. Isso foi possível por que estava havendo as citadas entradas de recursos via Balança Comercial, assim como através da Conta Financeira.

Um comentário adicional é o de que já começa a haver a consideração de que parte desses capitais que estão saindo, envolvem esquemas de ilegalidade. Nesses termos, destaca-se a saída de capitais, não só pela via da contabilização do Balanço

de Pagamentos, como também pela via da saída não contabilizada. Mas, na verdade, não era só isso, estavam saindo capitais para aplicação no exterior, especialmente na Europa. Capitais que anteriormente permaneciam na Rússia efetuaram aí um forte movimento de saída, antes da crise de 1998. Isso provocou a transferência, direta ou indireta, de setores estratégicos para empresas estrangeiras, principalmente da Europa. Essa abertura propiciou então, fortes saídas de capitais, mesmo quando o país não apresentava déficits comerciais, no período de 1991 a 1997.

O que se destaca, então, é o crescimento da vulnerabilidade externa, sendo que se avolumavam os capitais de estrangeiros “com viés de curto prazo” e que os residentes efetuavam movimentos de saídas de recursos. Ainda que houvesse um crescimento das Reservas Internacionais, essas questões se explicitavam. Esse movimento de reformas estruturais às quais a economia russa estava se submetendo fazia parte de uma tendência comum aos países periféricos no decorrer da década de 1990, um projeto que tinha como propósito sanar as vulnerabilidades destes países, mas que apenas servia para agravá-las. Podemos então compreender este processo de reformas como o desenvolvimento de duas tendências para a economia russa: a deterioração da balança comercial e a abertura financeira total.

Ainda como herança do período soviético, o modelo de exportação primário-exportador adotado se mostrava dependente das variações nos preços internacionais das commodities, o que expunha a dimensão da vulnerabilidade externa da economia russa em relação às necessidades de importação. Por outro lado, essa vulnerabilidade externa tornava-se ainda mais aguda com o movimento de abertura financeira que era capaz de atrair elevados fluxos de capitais especulativos, “com viés de curto prazo” guiados pela lógica de possibilidade de reversão quando as condições conjunturais mudavam. Nota-se que essas questões conjunturais que geravam a percepção de uma pioram do ambiente econômico não se referiam meramente às condições do país para o qual os capitais tinham se dirigido. A questão da liquidez mundial diz respeito a aspectos vinculados à conformação da dinâmica mundial, capitaneada pelos países centrais. É claro que a questão do ambiente do país periférico para o qual os capitais se dirigem importa, mas muitas vezes o movimento dos capitais “com viés de curto prazo” pode estar muito mais vinculado à dinâmica da liquidez global que aos aspectos específicos do mercado periférico para o qual se dirigiram.

No caso específico da Rússia, as reformas do período da Transição e as políticas de estabilização foram incapazes de gerar uma atração de capitais externos consistentes para a Rússia e acabaram criando um terreno propício para o desenvolvimento de crises de balanço de pagamentos⁵⁸.

A crise financeira de 1998, que veio em sequência à Crise da Ásia, explicita a questão, à medida em que se apresenta uma forte saída desses capitais “com viés de curto prazo”, em momento de redução da liquidez internacional e de “fuga para a qualidade” e o que se observou foi a forte saída dos recursos pela Conta Financeira. O que deve ser destacado é que, no caso russo, isso ocorreu tanto pela saída de estrangeiros (passivos), quanto de residentes (ativos), gerando assim forte pressão sobre o câmbio, tal o volume de recursos que se evadiu do país, rapidamente.

As medidas imediatas envolveram controle de capitais, sendo que restrições foram impostas sobre a mobilidade de recursos, como também foi decretada moratória de parte da dívida externa. No entanto, logo após a crise, várias medidas foram adotadas, no sentido de reestabelecer os “requerimentos dos mercados” (KATENCI, 2015). Dentre elas, citamos a mudança do Regime cambial (para câmbio flutuante, mas de fato administrado pelo Banco Central russo); pagamento antecipado de parte da dívida externa do setor público e criação de Fundos Soberanos (MAZAT e SERRANO, 2013, p. 838).

Nessa mesma época permaneceu a abertura financeira. A lei que permitiu o processo de abertura em 1991 substituída pela Lei Federal sobre investimentos estrangeiros na Rússia⁵⁹ (“The Federal Law ‘On foreign investments in the Russian Federation’ No. 160-FZ), de julho de 1999 (RUDOMINO ET AL., 2019). Por essa lei se ampliam os direitos dados aos Estrangeiros para efetuar aplicações na Rússia (aquisição de títulos, de imóveis, participação em privatizações), mas ficam limitadas as ações de Estrangeiros no Sistema bancário, em atividades de seguros e em organizações não comerciais. Destaca-se o controle da atuação de estrangeiros sobre

⁵⁸ “As reservas internacionais do Banco Central da Rússia estavam se esgotando na defesa do câmbio fixo e eram insuficientes para o Estado russo conseguir enfrentar esta situação. Em julho de 1998, a Rússia não conseguia mais “rolar” sua dívida externa, pois os financiadores externos privados cortaram suas linhas de crédito. Frente a essa situação de insolvência, o presidente Ieltsin pediu a ajuda das instituições financeiras internacionais (BIRD e FMI) [...] No dia 17 de agosto de 1998 foram anunciados o default sobre a dívida pública externa e interna, uma moratória de 2 anos sobre a dívida privada externa e a adoção do câmbio flutuante para o rublo” (MAZAT, 2013).

⁵⁹ “The Federal Law ‘On foreign investments in the Russian Federation’ No. 160-FZ, dated 9 July 1999” (RUDOMINO et al., 2019, p. 163).

o Sistema bancário russo. Nesse caso, a aquisição acima de 10% das ações ordinárias (que define o conceito de Investimento direto), só pode ocorrer a partir da aprovação do Estado. Essa exigência também ocorre no caso de empresas vinculadas a “monopólios naturais”. Uma restrição adicional é a imposta sobre o setor de seguros (RUDOMINO et al., 2019).

Nesse ponto é importante observar que o movimento de abertura financeira implementado pela Rússia durante a década de 1990 gerou a vulnerabilidade citada acima, que se explicitou na Crise de 1998, mesmo considerando que essa abertura ainda não estava completada, no sentido de que ainda havia setores de controle de capitais. Mesmo após as modificações da lei de abertura econômica de 1999 e do restabelecimento da forte liberalização, vários analistas consideravam a Conta Financeira da Rússia apenas “parcialmente aberta” e continuavam defendendo a liberalização mais profunda. Aliás, esse discurso generalizado, externado pelos teóricos do *mainstream* econômico (*Novo Consenso Macroeconômico*), pelos organismos multilaterais, pela mídia, continuava ocorrendo no início dos anos 2000, assim como a pressão para os países periféricos em geral, mesmo para aqueles que tinham sofrido forte reversão de recursos como a Coréia do Sul, o Brasil, a Argentina e a Turquia.⁶⁰

Nesses termos, o que se observou após a Crise da Rússia foi que esse país aprofundou, depois da crise, seu ajuste à liberalização financeira. Foi abrindo, cada vez mais a sua Conta Financeira. Em 2004 observou-se uma maior liberalização, destacando-se a nova lei do mercado de capitais que mantinha algumas restrições, mas indicava uma liberalização progressiva. Entre 2004 e julho de 2006, requerimentos de reservas foram adotados como controle sobre os fluxos de capitais. Para a compra de títulos do governo por não-residentes era necessário o depósito de 20%, e de 3% para entrada de investimentos em portfólio e empréstimos. Essas restrições foram extintas, por fim, em 2006. Em 2011 requerimento de reservas não remuneradas foram reintroduzidos (MUNHOZ, PEREIRA e DE DEUS, 2011).

(b) Considerações sobre a dinâmica da economia russa nos anos 2000

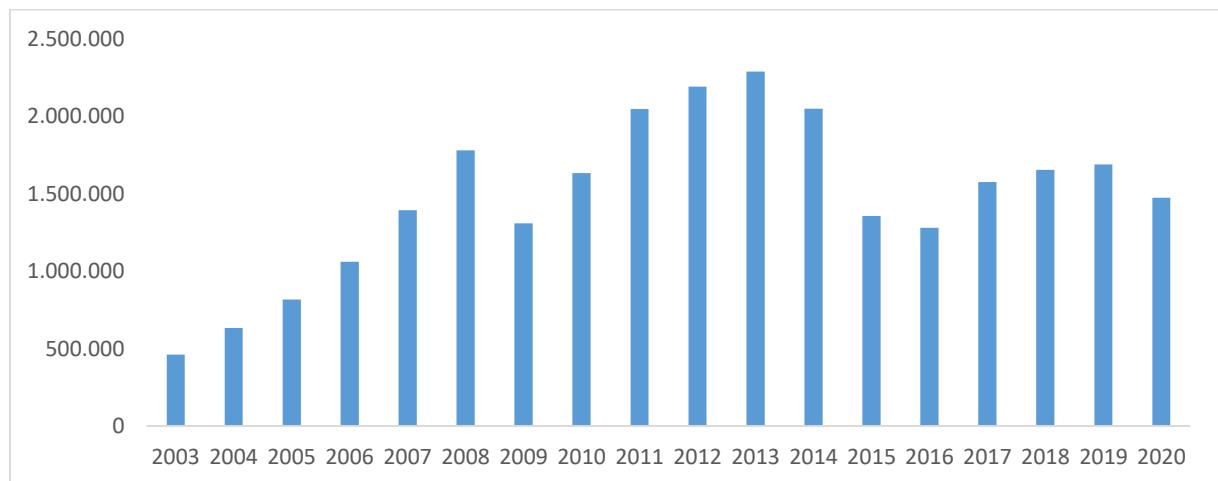
⁶⁰ Peres e Araújo (2011), por exemplo, destacam o fato de que consideravam a Conta Financeira da Rússia como parcialmente aberta à época de sua pesquisa.

Para a análise da dinâmica da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos da Rússia no decorrer dos anos 2000 é importante fazer algumas considerações sobre a construção de uma periodicidade para sua dinâmica econômica, para que se possa articular essa periodicidade com a dinâmica dos fluxos de capitais que, para nós, tem forte relação com o movimento da liquidez internacional.

Quanto à dinâmica econômica russa nos anos 2000, podemos destacar cinco períodos:

- (i) O do retorno à expansão, que articula a melhora do preço das *commodities* em nível mundial, com uma ampla liquidez internacional, sendo que essa fase vai de 1999 ao primeiro semestre de 2008;
- (ii) O período de reversão, relativo ao aprofundamento da crise do *subprime*, que vai do segundo semestre de 2008 ao final de 2009;
- (iii) O período de retomada do crescimento que vai de 2010 a 2013, englobando a fase em que os preços do petróleo se recuperam e se mantêm estáveis e em que há um retorno da liquidez para os países periféricos;
- (iv) A desaceleração paulatina provocada pela instabilização dos preços do petróleo e pela posterior Guerra da Criméia. Esse período engloba os anos de 2014 a 2016;
- (v) A retomada lenta do crescimento entre 2016 e 2019

Gráfico 39: Rússia – Produto Interno Bruto (PIB) a preços correntes (dados trimestrais em US\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook* (FMI).

No que se refere ao primeiro período citado acima, e que vai do início dos anos 2000 ao primeiro semestre de 2008, ocorreu um contínuo crescimento do PIB russo (Gráfico 28). De fato, apesar da crise de balanço de pagamentos, a economia russa conseguiu ainda assim recuperar-se já em 1999, através da fase que ficou conhecida como a recuperação nacionalista do governo de Putin⁶¹. A partir deste momento, a Rússia conviveu com um crescimento econômico praticamente ininterrupto até ser atingida pelos efeitos deflagrados pela crise de 2008, apresentando uma taxa de crescimento média de 6,9% do PIB.

De acordo com Mazat (2013), o movimento de recuperação da economia russa passou por uma recuperação do papel do Estado na coordenação econômica e um aumento de seus gastos, esses auxiliados por uma melhora na situação fiscal advinda da moratória e reorganização estatal. Outro fator que também pesou na recuperação russa fora a forte elevação dos preços dos insumos industriais ao longo dos anos 2000, sobretudo, o do petróleo, elemento central para a expansão das exportações do país.

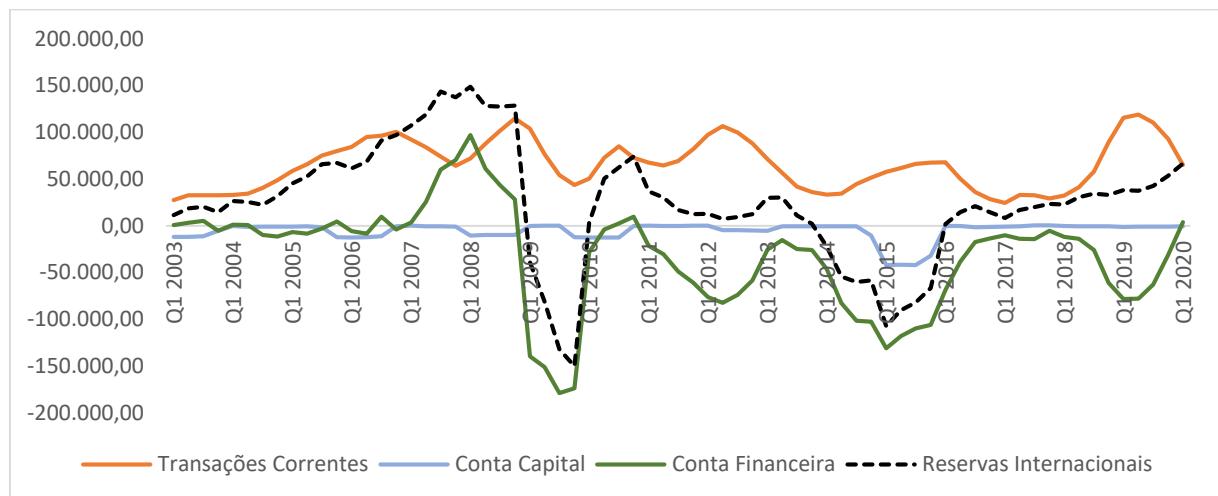
As políticas econômicas implementadas por Primakov e Putin permitiram aumentar o gasto público e estimular os outros componentes da demanda efetiva. O forte crescimento das exportações nominais em dólar foi outro elemento favorecendo esta fase de crescimento econômico alto, fornecendo não apenas um estímulo da demanda agregada, mas, principalmente aliviando a restrição externa ao crescimento (MAZAT, 2013).

Pode-se observar que ao longo dos anos 2000, apesar de não ter havido uma grande mudança estrutural no modelo de inserção externa da economia russa, o grau de vulnerabilidade em relação à choque externo havia caído, tendo em vista a expansão das exportações e o resultado positivo das Transações Correntes, como também do retorno paulatino dos capitais (Gráfico 41). A Rússia pôde retomar sua tendência de crescimento sem preocupar-se com a situação de seu balanço de pagamentos, pelo menos até ser afetada pela crise em 2008, sendo que nesse interregno entre o início dos anos 2000 e até 2007, houve crescimento das Reservas Internacionais, na medida em que o Banco Central comprava o excesso de dólares que ingressavam no país.

⁶¹ Após a crise a economia russa obteve uma taxa de crescimento de 6,4% do PIB já em 1999, destoando das taxas de crescimento negativas característica da década de 1990.

Note-se que esse é o movimento pelo qual o Brasil também passa, como também vários outros países periféricos, sendo essa uma fase de forte entrada de Recursos e de pressões de valorização do câmbio, em parte contrabalançadas pela compra do excesso de dólares pelos Bancos Centrais.

Gráfico 40 – Rússia: Balanço de Pagamentos (BP) e suas subcontas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* A Conta Financeira foi obtida através do somatório das contas de Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira, Derivativos e Outros Investimentos, além de ter sido multiplicada por -1 para facilitar a leitura e compreensão da lógica de entrada dos fluxos financeiros.

De acordo com Serrano (2012), os países exportadores de produtos primários puderam crescer sem incorrer em maiores problemas de déficits em nos balanços de pagamentos em decorrência da conjuntura extraordinária que se formou ao longo do período que se estendeu de 2003 até meados de 2007-08. Nesta fase, observamos o forte crescimento da economia mundial, em decorrência da expansão comercial dos países exportadores asiáticos, assim como um aumento dos fluxos internacionais de capital, que aproveitaram a expansão de liquidez nos países centrais, e o crescimento do volume de exportação das *commodities* e de seus preços expressos em dólar. Abriu-se a possibilidades para, assim como outros países da periferia, a Rússia melhorar a administração de seu balanço de pagamentos a fim de evitar que crises como a do final da década de 1990 tornassem a acontecer.

Sendo assim, a Rússia realizou pagamentos adiantados de sua dívida externa, que passou de 68% do PIB em 1999 para 1,8% do PIB em 2008, com o intuito de

sanar uma das fontes de sua vulnerabilidade externa. Conseguiu também, através de uma entrada cada vez maior de dólares advindos da alta nas exportações de petróleo, aumentar consideravelmente suas reservas internacionais, que passaram de 11,5 bilhões de dólares para 596,5 bilhões de dólares entre 1999 e 2008 (MAZAT, 2013).

Apesar desse período ser caracterizado por uma importante redução na vulnerabilidade externa em geral, é preciso destacar que continuará se apresentando a questão do financiamento externo para o setor privado (que será comentado adiante) que ainda continuou sendo uma fonte de pressão financeira.

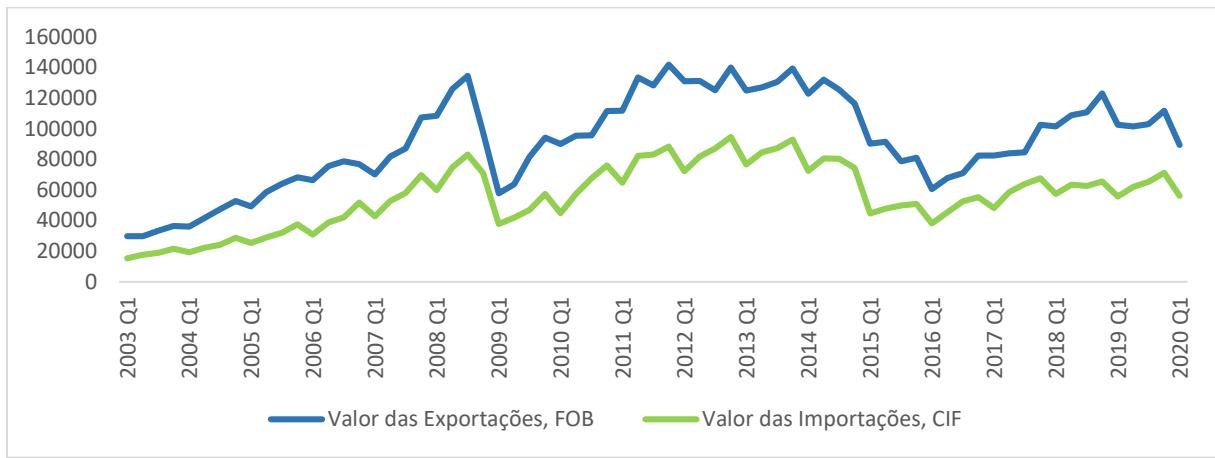
Quanto ao segundo período, que envolve o segundo semestre de 2009 e o ano de 2009, o que se destaca é que a fase de crescimento da economia russa foi interrompida pela crise financeira de 2008, apresentando seus efeitos recessivos no ano seguinte quando houve uma queda de 7,8% do PIB. A economia russa apresentou tal nível de retração da atividade econômico, essencialmente, devido à queda brusca dos preços internacionais do petróleo, que representou uma queda das exportações nominais em dólar em 37,9% em relação ao período anterior. Paralelamente, o governo russo observou um desequilíbrio em suas contas públicas, sobretudo, expresso na forte queda da arrecadação fiscal que caiu cerca de 4%. Porém, mesmo a adoção do conjunto de políticas anticíclicas não foi o suficiente para compensar o ritmo de queda da atividade econômica durante a crise, que afeta a economia russa.

O Terceiro período citado, vai de 2010 a 2013, quando a economia russa volta a apresentar uma dinâmica de crescimento.

Assim como para tantas outras economias periféricas, o retorno da liquidez internacional provocado pela política de *quantitative easing* do governo norte-americano gerou impactos positivos sobre a retomada do crescimento nos países periféricos. No caso específico da Rússia, para além desse retorno de liquidez se destaca a retomada dos preços do petróleo como um fator positivo para a retomada, além da adoção de políticas anticíclicas e elevação dos gastos do governo, sendo que obteve resultados positivos entre os anos de 2010 e 2013.

Por um lado, observa-se o retorno dos capitais (detalhado mais abaixo) e, por outro ocorre a melhora dos preços do Petróleo, sendo que ocorre um novo movimento de expansão das exportações russas, em uma dinâmica mais forte do que a das importações (Gráfico 41).

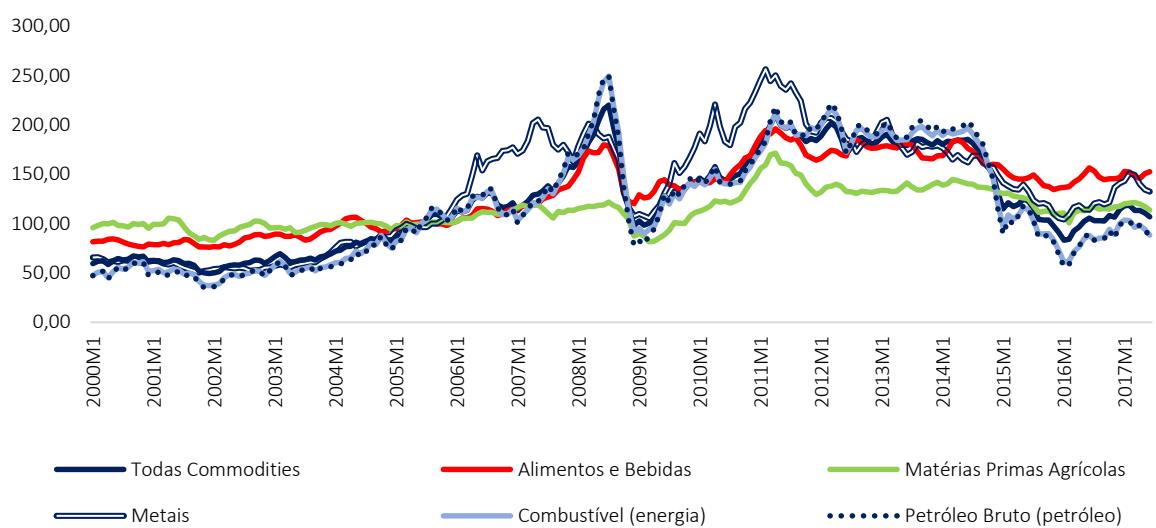
Gráfico 41: Rússia – Diferencial entre os valores das Exportações e Importações (dados trimestrais em US\$ milhões)*



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* As modalidades de frete FOB (Free On Board) e CIF (Cost, Insurante, Freight) são utilizadas quando se tratam de cargas de alto valor agregado ou o custo de frete é muito alto.

Gráfico 42 – Índice de preço das commodities (grupos selecionados) durante o período 2000 a 2017 (dados mensais)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook* (WEO).

Note-se que, no caso da Rússia a sua dinâmica de crescimento de manteve essencialmente até 2013, muito devido à manutenção dos preços do petróleo e à dinâmica exportadora ligada a esse bem. Nesse sentido, o crescimento permaneceu por mais anos do que ocorrido para outros países periféricos que já desde 2012 começaram a apresentar movimentos de desaceleração, por conta do baixo vigor do

comércio internacional. Mesmo para países como o Brasil, que tinham no mercado interno uma importante fonte de crescimento, a piora da dinâmica exportadora era um elemento de desaceleração da demanda, fato que não ocorreu na Rússia até 2013.

Contudo, após este período de relativa estabilidade, o ritmo de crescimento da economia russa também entrou em uma fase de importante desaceleração, puxada também pela Guerra da Criméia e pelas sanções promovidas contra a Rússia por conta desse acontecimento. Esse período de desaceleração vai de 2013 a 2016, sendo que nessa fase há também uma problematização dos preços do petróleo, que podemos observar pelo gráfico 42.

No que se refere ao **último período**, o processo de recuperação do ritmo da atividade econômica se verifica a partir de meados de 2016. Entretanto, sem aquele dinamismo anteriormente apresentado, indicando que a economia russa seguia as tendências da economia mundial de fortes instabilidades e incertezas, juntamente com a desaceleração do ritmo de crescimento e dos fluxos de comércio internacional, queda nos preços das *commodities*, além de piores condições da liquidez internacional, discutidos no Capítulo 2.

De qualquer forma, o que se observa é que a economia russa, apesar de sua especialização produtiva nos setores ligados às atividades exportadoras, conseguiu manter o valor de suas exportações acima das importações, diferente de outros países periféricos que veem seus processos de especialização produtiva os levar à processo contínuo de deterioração de seus termos de troca. O diferencial entre o valor de exportações e importações também se mostrou um importante componente para compreender os contínuos superávits obtidos pela economia russa na conta de Transações Correntes.

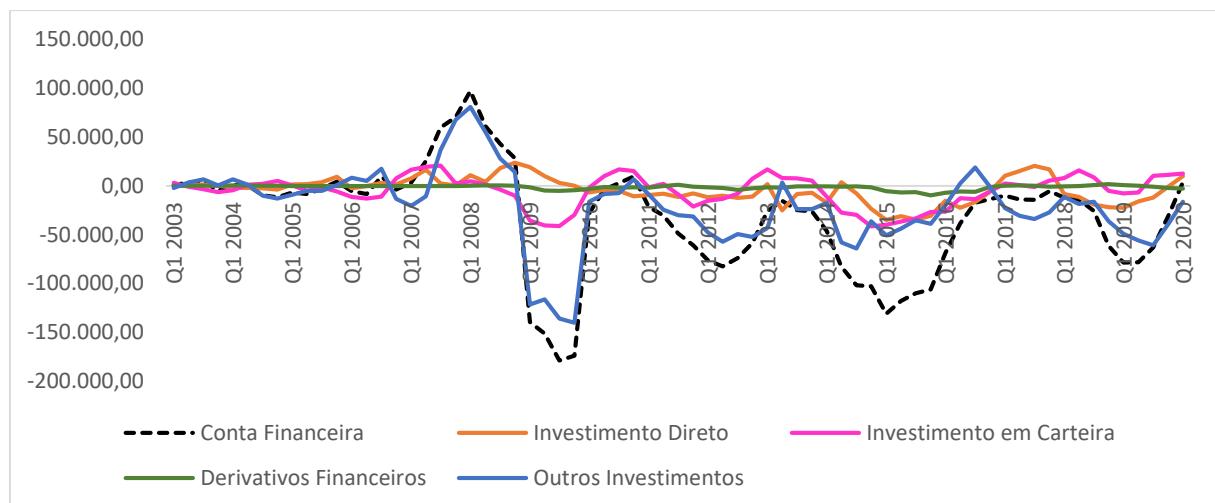
4.1.2 Análise da dinâmica da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos da Rússia

O gráfico 40 nos apresenta a dinâmica do balanço de pagamentos russo nesse período em questão, destacando-se dois importantes movimentos de tendência das contas de Transações Correntes e da Conta Financeira. A primeira apresentou um padrão superavitário consistente durante todo período, a despeito de sofrer os efeitos da crise do *subprime* em 2007. Os impactos da crise em relação aos saldos do balanço

de pagamentos começaram a registrar melhora em meados de 2010, com a forte expansão da liquidez internacional concomitante com o crescimento dos preços das *commodities*, sobretudo, do petróleo⁶². Por outro lado, a Conta Financeira apresentou uma tendência fortemente deficitária durante todo o período, com a exceção da forte dinâmica de entrada de capitais entre os anos de 2006 e 2007, a partir do movimento de recursos dirigidos às economias periféricas após a mudança de trajetória das taxas de juros dos Estados Unidos. Ademais, isso também vem junto com o processo de abertura financeira mais intensa ocorrido na Rússia.

Considerando os dados da Conta Financeira líquida e das suas grandes contas componentes: Investimento Direto (ID), Investimento em Carteira (IC), Derivativos Financeiros (Der) e Outros Investimentos (OI), observamos os baixos valores apresentados por cada uma delas, especialmente se compararmos com outros países como o Brasil, por exemplo.

Gráfico 43 – Rússia: Conta Financeira (CF) e suas subcontas líquidas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* A Conta Financeira foi obtida através do somatório das contas Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira, Derivativos Financeiros e Outros Investimentos, além de ter sido multiplicada por -1 para facilitar a leitura e compreensão da lógica de entrada dos fluxos financeiros.

O que queremos destacar é que a análise dos fluxos líquidos precisa ser melhor analisada. De fato, esse resultado não esclarece, de fato, o movimento dos fluxos de estrangeiros (passivos), que foram muito relevantes nos anos 2000, como foram para

⁶² Este movimento permitiu que a economia russa se recuperasse, favorecida de um novo déficit fiscal de 3,5% no mesmo ano, mesmo apesar do forte crescimento das receitas fiscais (MAZAT, 2013).

o Brasil e a Turquia, anteriormente analisados. Nesse sentido, a abertura das contas nos mostrará, de forma mais detalhada, o ocorrido.

Abriremos inicialmente cada uma das grandes contas, separando o movimento de ativos e passivos. O que queremos destacar, e será detalhado adiante, é o fato de que é possível observar uma intensa entrada de capitais de estrangeiros (passivos) ao longo dos anos 2000, tanto de Investimentos Diretos, quanto de Investimentos em Carteira, assim como de Outros Investimentos. É possível traçar uma periodicidade para essa dinâmica de estrangeiros (passivos):

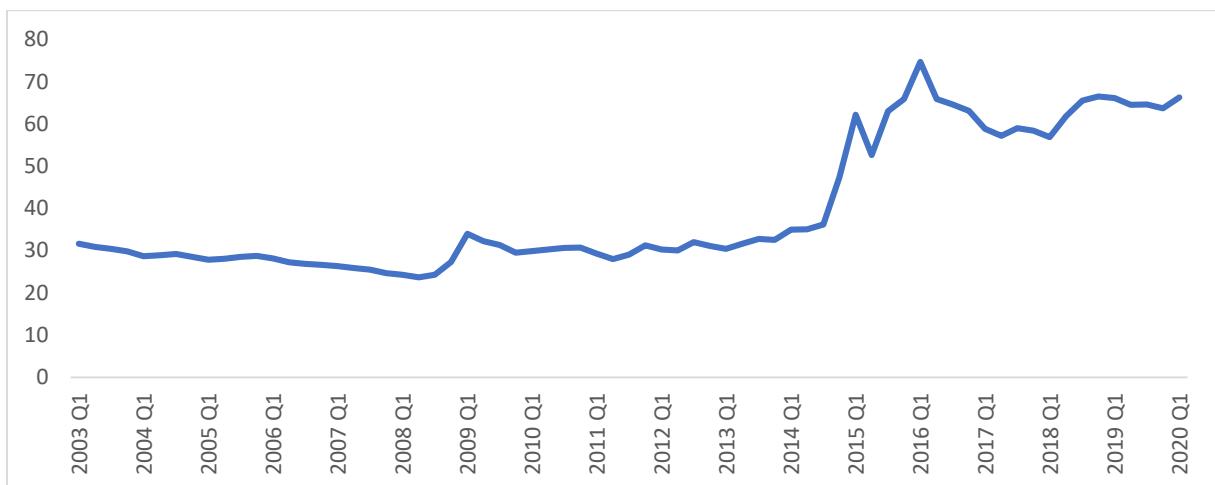
- (i) **Forte entrada de recursos entre 2000 e 2007**, tendo em vista a expansão da liquidez mundial, o processo de crescimento da economia russa com o alto preço das *commodities* e o próprio processo de liberalização financeira que foi implementado;
- (ii) **Reversão e queda de recursos durante a crise do subprime (final de 2008 e primeira metade de 2009)**, como resultado da queda da liquidez mundial e os impactos negativos da queda do comércio mundial, e da queda do preço das *commodities*, especialmente sobre os países periféricos, com fortes exportações de produtos primários, como a Rússia;
- (iii) **Retorno dos fluxos de capitais entre a segunda metade de 2009 até 2013**, tendo em vista a política de redução dos juros dos Estados Unidos e da Europa, em conjunto com a forte injeção de liquidez no mundo. No caso da Rússia, um ponto a ser destacado é que essa expansão de recursos continua ocorrendo até 2013, enquanto que em outros países periféricos já começa a se observar um menor dinamismo desde o final de 2012;
- (iv) **Queda dos fluxos após 2014** e forte queda durante a Guerra da Criméia em 2015, destacando-se a inicial desaceleração de recursos que se apresentar para os países periféricos em geral, mas um maior aprofundamento, como resultado da Guerra da Criméia e das sanções implantadas contra a Rússia neste período;
- (v) **Retorno paulatino dos recursos após 2016**.

Ou seja, o nosso destaque vai para o fato de que essa periodicidade dos fluxos, segue a dinâmica da liquidez mundial, mas apresenta especificidades referentes à dinâmica própria da economia russa.

Outro fato que iremos destacar é que a dinâmica de residentes (ativos) é tão importante quanto dos estrangeiros (passivos) para analisar a dinâmica dos fluxos financeiros na Rússia, tendo em vista seus volumes. É um comportamento bastante diferente do observado no caso brasileiro.

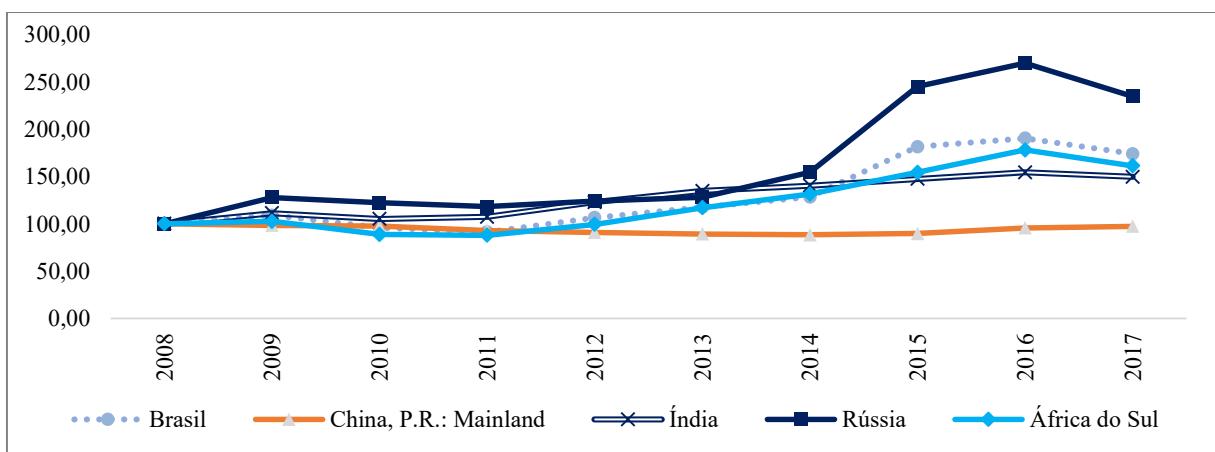
A taxa de câmbio russa indica essa dinâmica nos anos 2000, observando-se um processo de valorização até meados de 2013, interrompido pela crise do *subprime*. Após 2013, o processo é de paulatina e lenta desvalorização, quando ocorre a Guerra da Criméia em 2015, observando-se a profunda desvalorização do câmbio.

Gráfico 44: Rússia – Taxa de Câmbio Doméstica Rublo russo por US\$ (dados trimestrais)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

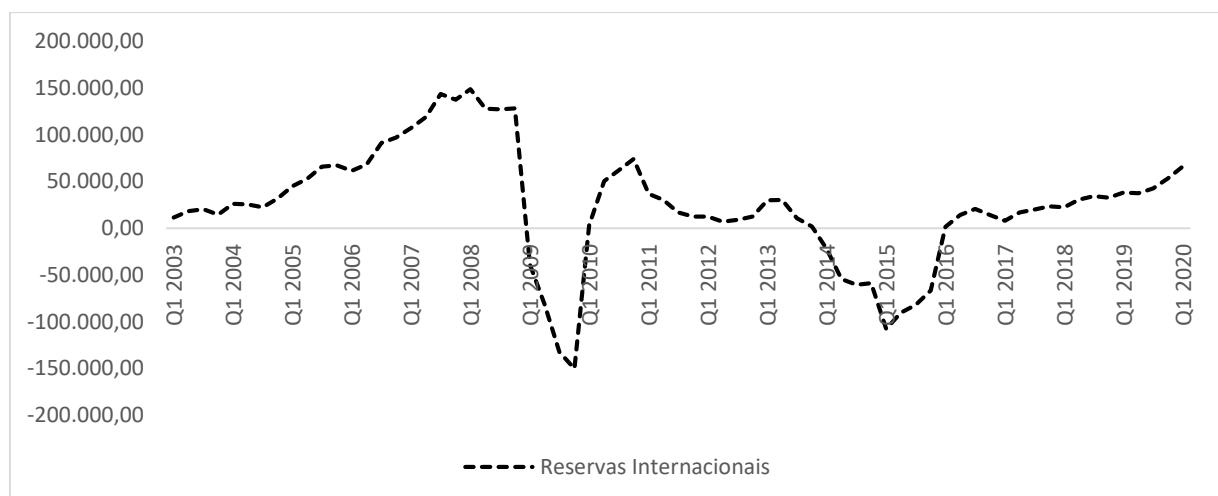
Gráfico 45 – Moeda Nacional por dólar norte-americano, média anual durante o período 2008 a 2017 (Número-índice, 2008=100)



Fonte: FMI, retirado de Souza (2021).

Nesse ponto é interessante comentar que, de forma geral, há um processo de desvalorização do câmbio mais ou menos generalizado para o caso dos países periféricos depois de 2012 (excetuando-se o caso da China, que controla fortemente o câmbio), o que pode ser observado pelo Gráfico 45, que apresenta o movimento do câmbio nos BRICs. Note-se, no entanto, que a desvalorização do câmbio na Rússia, devida à guerra da Criméia é mais forte, do que a do Brasil, por exemplo, que enfrentou um processo importante de desaceleração econômica pós 2014 e também o *impeachment* de sua presidente.

Gráfico 46 – Fluxo de Reservas Internacionais, entrada e saída para o Banco Central (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)*

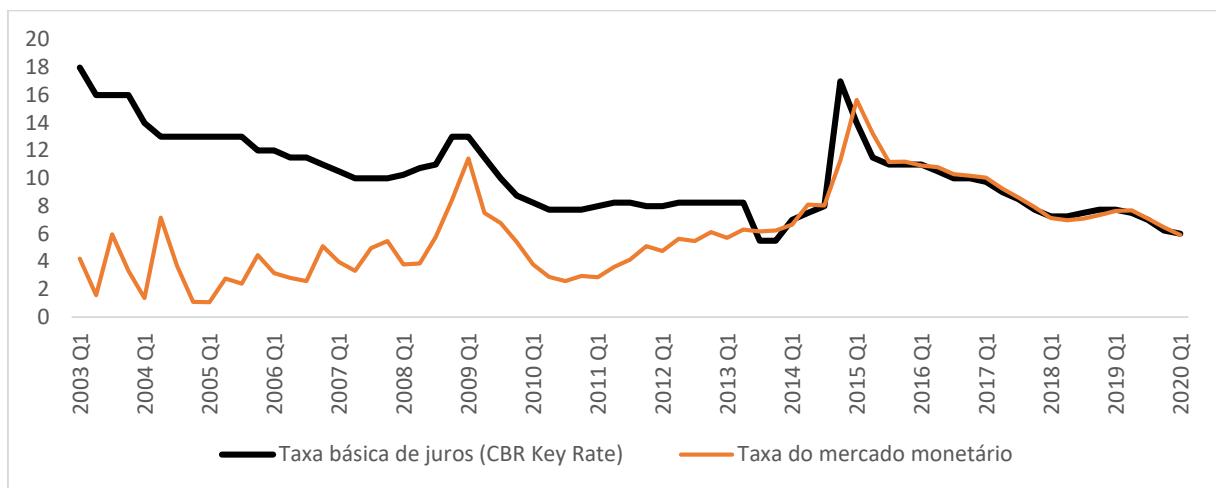


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* O fluxo de entrada de Reservas para o BC significa um resultado positivo do Balanço de Pagamentos Autônomo, sendo que ocorreu a retirada de moeda estrangeira de circulação; paralelamente, a saída das Reservas do BC significa que houve um déficit do Balanço de Pagamentos Autônomo, tendo havido a colocação em circulação/venda das reservas do BC na mesma magnitude.

Outro comentário importante, relativo à economia russa é o de que, durante os momentos de maior reversão de recursos, o Banco Central Russo reage a partir de um movimento de venda de reservas, com o intuito de controlar, em parte, o processo de desvalorização do câmbio. O gráfico 46 nos mostra os fluxos das reservas (não os estoques), observando-se a saída desses recursos do BC (venda para o mercado) em 2009 e em 2015.

Gráfico 47: Rússia – Taxa de juros (CBR Key Rate) e indicadores selecionados (dados trimestrais em % a.a.)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

Paralelamente, observamos também a queda paulatina da taxa de juros básica russa (CBR) até a crise do *subprime* e a sua expansão durante a crise, bem como se pode observar uma nova expansão durante o período da Guerra da Criméia, de modo que podemos observar a evolução da taxa a partir do Gráfico 47.

Então, observamos que com exceção do período da Guerra na Criméia, o rublo se manteve com uma taxa de câmbio relativamente estável, o que se apresenta face a elevadas taxas de juros ainda que cadentes. Isso nos mostra um ambiente propenso à atração de capitais e ataques em momentos de reversão de conjuntura (MIRKIN ET AL., 2013). No entanto, é importante destacar que o mercado financeiro russo possui uma oferta limitada de instrumentos financeiros e baixa liquidez (MIKIN ET AL., 2013). Uma especificidade é a de que os residentes não são grandes aplicadores locais, o que acarretará uma dinâmica específica para sua Conta Financeira, como veremos abaixo. Grande parte das aplicações financeiras na Rússia é realizada por parte dos não-residentes (estrangeiros), que podem obter rentabilidade nas aplicações tomando recursos emprestados no exterior e aplicando em mercado com taxas de juros mais altas, como o russo.

Apesar de ter se tornado um importante mercado financeiro dentre as economias do leste europeu e da Ásia central, há, no mercado russo, forte dependência das operações de não residentes em suas atividades. De acordo com Mirkin et al. (2013), menos de 2% da população russa detém ações ou títulos de

hipoteca, além das grandes companhias domésticas dependerem do financiamento vindo de bancos ocidentais. Ou seja; não estamos apenas falando do mercado de títulos, como também o mercado bancário. Na verdade, esse último ainda permanece fortemente articulado ao Estado.

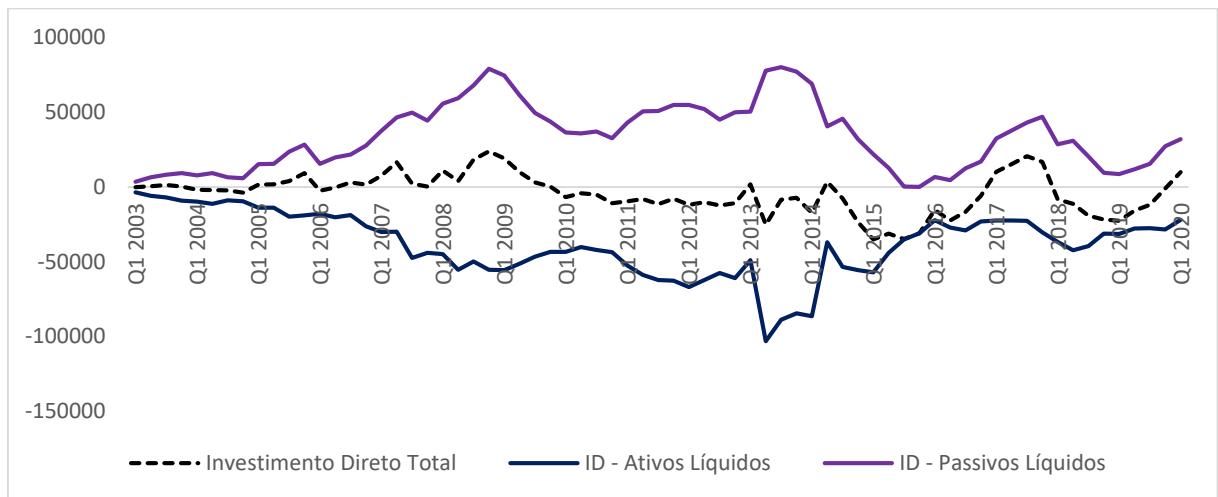
Continuous inflation is just one of the systemic factors that make the Russian financial market grapple with instability. Political uncertainties, corruption and weak enforcement of regulations are some others that affect the financial depth of the economy. But there is one aspect of the business environment that appears to be of particular importance. Is is political risk, a permanent stress-factor the can easily lead to the isolation of the Russian markets in the long term and undermine its performance in the short term. The strong and expanding presence of the state in the economy and the financial markets is an undeniable cause of anxiety among all category of non-resident investor. Ultimately, this drags down the ratings of the Russian market, together with other factors, including increasing regulatory pressures with ruble convertibility, price control and other restrictive policies in general (MIRKIN ET AL., 2013).

Então, a análise da dinâmica dos fluxos financeiros engloba a compreensão de que há possibilidade de alta rentabilidade, ainda que o mercado financeiro russo não seja muito desenvolvido. No caso dos residentes, uma das questões continuamente levantadas se refere ao fato de que há movimentos de saídas de capital, também como forma de lavagem de dinheiro, sendo que se estima que parte importante dos recursos esteja saindo do país, inclusive, de forma clandestina.

Isto posto, vejamos agora a dinâmica de cada uma das grandes Contas componentes da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos russo e como as características acima explicam, a dinâmica dos estrangeiros e residentes.

No caso dos Investimentos Diretos, podemos ver o importante ingresso de estrangeiros (passivos) nos anos 2000. Um fato a comentar é o de que durante a crise de *subprime* há uma redução desses recursos, mas não é tão profunda. Depois de 2013 os volumes caem e praticamente zeram durante a crise da guerra da Criméia e o retorno posterior é bastante volátil.

Gráfico 48 – Rússia: Investimento Direto (ID) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *

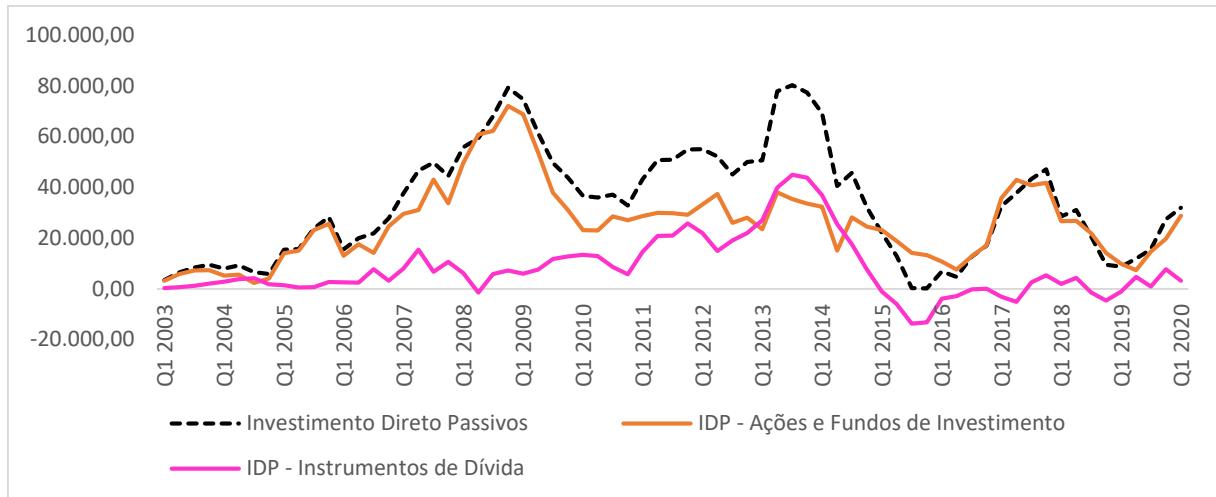


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Investimentos Diretos de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

Um comentário importante na análise dos fluxos de Investimentos Diretos é o de que os volumes apresentados por residentes (ativos) são igualmente importantes e influí fortemente na conta líquida. O que observamos é que, ao mesmo tempo em que há ingresso de ID de estrangeiros, há uma importante saída de ID de residentes. Ou seja; os residentes estão efetuando Investimentos Diretos do Exterior. Isso se dá essencialmente pela compra de ações em nível acima de 10% das ações ordinárias de uma empresa. Nesses termos, essa é a explicação de a conta líquida de ID ser tão baixa. A explicação se dá por que os Residentes apresentam um fluxo de saída do país, reduzindo a conta líquida. Na verdade, as saídas se aprofundam nos momentos de instabilidade. Destaca-se a saída em 2013 e depois em 2014 e 2015. O movimento desses capitais acaba dando um resultado líquido negativo para os ID depois de 2009. Isso não quer dizer que não esteja havendo atração de ID estrangeiros, como foi possível observar pela análise do Gráfico 48.

Gráfico 49 – Rússia: Investimento Direto Passivos (IDP) detalhado entre Ações e Fundos de Investimentos e Instrumentos de Dívida (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)

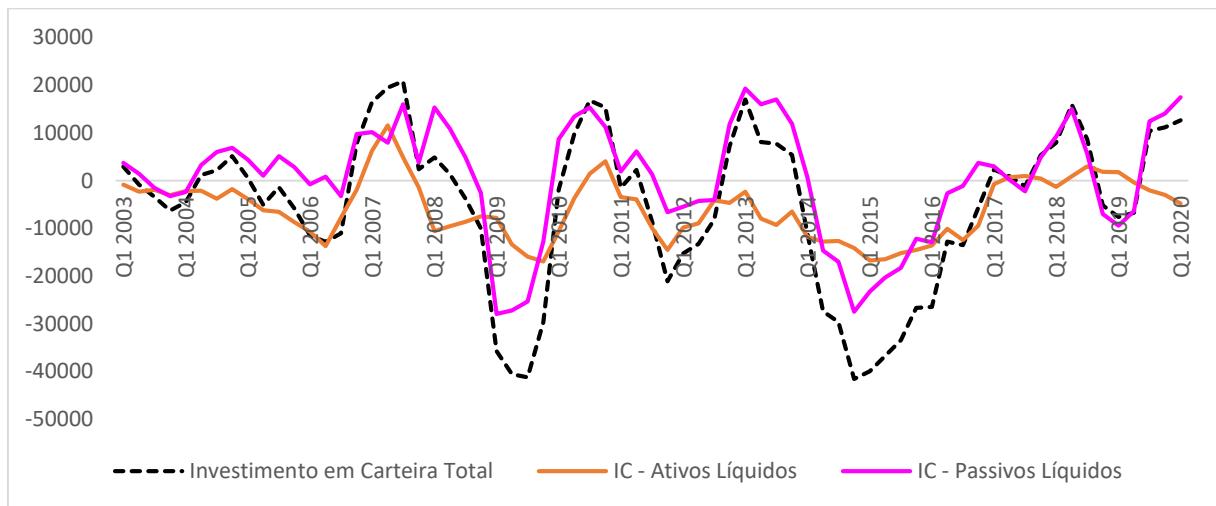


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

A análise do ID de estrangeiros (passivos) nos mostra que os ingressos até 2009 são fundamentalmente vinculados à participação do capital através de ações (Gráfico 49). Aqui cabe um comentário. Uma das considerações que diferentes analistas têm feito a respeito desse resultado é a de que parte do Investimento Direto de Estrangeiros foi realizado, de fato, por Russos, dirigindo esses recursos a partir do Chipre. Ou seja; parte desse Investimento Direto também pode estar relacionado a movimentos escusos de lavagem de dinheiro.

Outro comentário referente ao Gráfico 49 é o de que, após 2009, grande parte da entrada destes recursos se deve, de fato, a “instrumentos de dívida”, como o caso de empréstimos intercompanhias. Não são Investimentos Diretos, de fato. No caso da compra de ações, observamos sua expansão após o aprofundamento da abertura financeira em 2006 e a posterior queda relativa de volumes. Ainda assim, se destaca o grande crescimento de 2013 e depois em 2017. Mas em termos de dinâmica, há uma tendência de queda de volume depois de 2013, em decorrência do que ocorria na Guerra da Criméia.

Gráfico 50 – Rússia: Investimento em Carteira (IC) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Investimentos em Carteira de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

No Caso da análise dos Investimentos em Carteira, também é possível observar as entradas positivas de Recursos de Estrangeiros e sua maior expansão a partir de 2006, quando se aprofunda o movimento de abertura financeira. No entanto, nota-se a sua forte volatilidade, quando analisamos os fluxos em bases trimestrais. Ocorre importante reversão no segundo semestre de 2007, quando ocorrem os primeiros acontecimentos ligados à Crise de *subprime* e depois, também no segundo semestre de 2008, aprofundando-se, fortemente, no primeiro semestre de 2009.

Outro comentário é o de que após 2012 os fluxos são muito mais voláteis, indicando-se, em geral, um movimento de expansão até 2013, mas em volumes menores do que o observado no período logo anterior à Crise de *subprime*, quando a Rússia aprofundou sua abertura financeira.

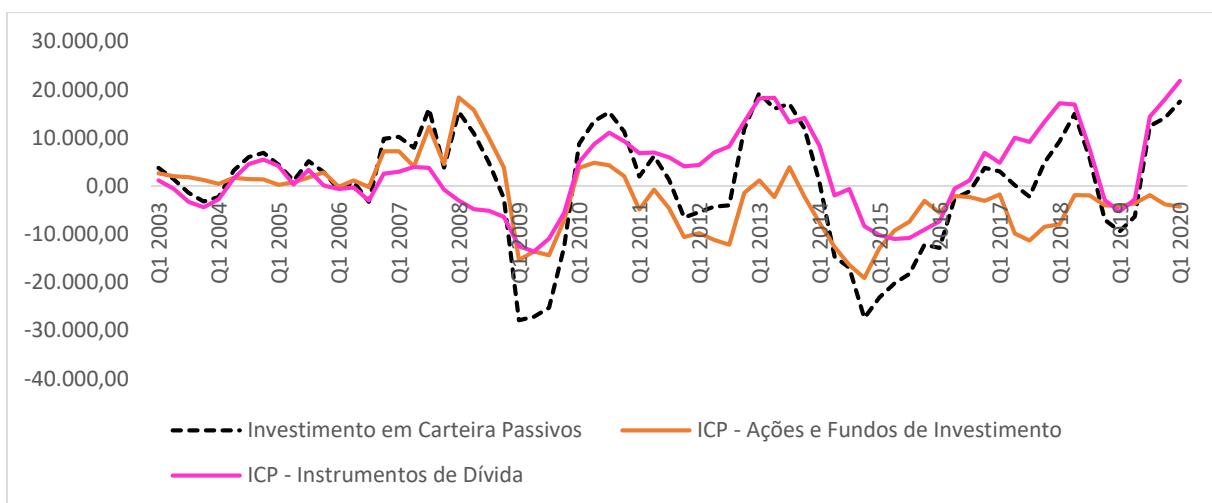
A guerra da Criméia, marca a forte reversão desses capitais, mas observa-se o seu retorno a partir de 2016. Isso nos mostra a capacidade de rápida reversão desses recursos, tanto para mais como para menos.

Podemos ver, de forma geral, que a dinâmica dos fluxos de Investimentos em Carteira de estrangeiros (passivos) segue, essencialmente, o movimento indicado pela liquidez internacional e o direcionamento para os países periféricos em geral. A diferença é a crise decorrente da Guerra da Criméia em 2014-15. Assim, o

aprofundamento da abertura financeira da Rússia, especialmente pós 2004 permite um “casamento” da dinâmica da liquidez mundial e a captação de recursos de Estrangeiros se dirigindo ao mercado russo.

Ainda assim, é preciso comentar que, no caso dos fluxos de residentes (ativos), é possível observar seu alto volume e seu paralelo movimento geral de saída. Um comentário é o de que a saída de recursos ocorre, tanto nos momentos de expansão da liquidez, quanto nos de retração. No entanto, note-se que nos momentos de expansão da liquidez a saída é menos vigorosa. Na verdade, ela se aprofunda nos momentos de queda da liquidez internacional. Ou seja; nos momentos de instabilidade são um instrumento a mais para pressionar o câmbio. Ainda que os volumes de residentes (ativos) sejam menores do que o dos estrangeiros (passivos), o volume dos primeiros é relevante e afeta o resultado final da conta líquida.

Gráfico 51 – Rússia: Investimento em Carteira Passivos (ICP) detalhado entre Ações e Fundos de Investimentos e Instrumentos de Dívida (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)



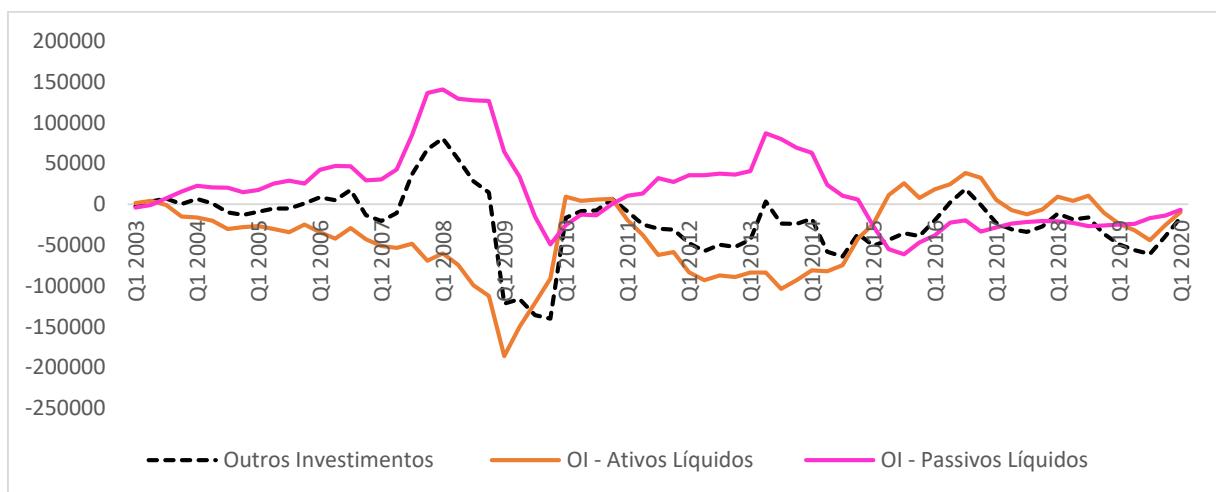
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

Para maiores detalhes quanto ao fluxo dos Investimentos em Carteira Passivos (estrangeiros) abrimos essa conta e seu resultado está no Gráfico 51. Verificamos que a volatilidade ocorre, tanto no caso das “ações e fundos de investimento”, como também para o caso das “aplicações em títulos de renda fixa”. Um comentário adicional é o de que o retorno pós 2016 se dá, puxado pelos títulos de renda fixa, enquanto que as aplicações em “ações e fundos de investimento” praticamente não retornam. O Retorno dos capitais via instrumentos de dívida depois da Guerra da

Criméia é, na verdade, em parte explicado pelo valor mais alto que a taxa de juros básica alcançou durante aquele episódio, seguida pelas demais taxas de juros dessa economia. Mesmo cadente após 2015, a taxa básica ainda apresenta patamares considerados altos.

Por fim, chegamos à análise dos fluxos de Outros Investimentos.

Gráfico 52 – Rússia: Outros Investimentos (OI) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Outros Investimentos de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

Nesse caso, quando analisamos o fluxo de passivos (estrangeiros) é possível notar sua expansão no período anterior à crise de *subprime*, especialmente entre 2006 e os primeiros trimestres de 2008, bem como sua reversão. Ou seja; há uma forte expansão da tomada de empréstimos bancários do exterior. Isso reverte fortemente na crise de *subprime* e seu retorno posterior ocorre, mas de forma bastante mais lenta do que no caso dos Investimentos em Carteira.

A continuidade do crescimento Russo pós 2009 e até 2013, em conjunto com a liquidez internacional geram a continuidade da demanda e oferta desses recursos via bancos. Um comentário com relação ao caso da Rússia é o de que, em comparação ao Brasil, esses recursos de Outros Investimentos são muito mais expressivos na Rússia. A magnitude dos recursos que ingressa pela conta Outros Investimentos Passivos é muito maior em comparação ao Brasil. Aliás, essa maior

magnitude também pode ser percebida quando comparamos os fluxos de Outros Investimentos com os fluxos de Investimentos em Carteira e de Investimentos Diretos.

Enquanto que no Brasil os Fluxos de Estrangeiros de ID são os mais importantes, secundados pelos fluxos de IC, no caso da Rússia, os OI são os mais importantes fluxos dentre os passivos, sendo que a primeira fase dos anos 2000 (até 2008) é aquela que apresenta maior nível de captação.

Ao longo dos anos 2000 uma série de bancos e grandes empresas russas passaram a tomar empréstimos em moeda estrangeira, sendo que este estoque de dívida aumentou a uma taxa anual média de 52%. Segundo Mazat (2013), o endividamento dos agentes em moeda estrangeira tornou-se uma determinante para a vulnerabilidade do país, pois criou-se uma pressão ao Banco Central Russo para que se evite maiores desvalorizações da moeda doméstica a fim de evitar maiores perdas ao setor privado.

Retornando à periodicidade, ocorre uma menor captação de recursos de Estrangeiros na crise de *subprime* e depois também em 2013 e durante a Guerra da Criméia. A guerra da Criméia provoca a forte e rápida reversão desses recursos e depois disso o retorno é fortemente moderado, a ponto de a conta de OI de estrangeiros praticamente ficar zerada. Também no caso dos Outros Investimentos, o peso dos residentes (ativos) é importante. Também nesse caso as saídas são mais expressivas nos momentos de desaceleração. Após a crise da Criméia, os volumes de saída de recursos de residentes (ativos) por Outros Investimentos caem.

Assim, para a Rússia, mais uma vez, estrangeiros e Residentes são importantes para explicar os fluxos e nos momentos de reversão se observam saídas profundas de ambas as rubricas. Isso é diferente do Brasil, em que os residentes têm um peso muito pequeno nessa conta. Outra diferença é a de que, conforme já comentamos, no caso da Rússia os Outros Investimentos são relativamente mais importantes (em termos de peso) para a conta Financeira do que no caso do Brasil. A dinâmica desses recursos segue, mais uma vez, a liquidez mundial, exceto para o caso do período da Guerra da Criméia, que provoca uma especificidade de redução de recursos para a Rússia. No período mais recente (pós-2015) o retorno de Outros Investimentos praticamente inexiste para a Rússia.

Ao analisar a dinâmica da Conta Financeira da Rússia podemos tirar algumas conclusões a respeito de sua composição e volatilidade. Quando se observa apenas o primeiro nível de abertura financeira da conta se observa valores pouco expressivos em suas subcontas, o que acaba por esconder uma dinâmica de forte movimentação entre os ativos e passivos líquidos nos mercados financeiros. Em outras palavras, no decorrer do período analisado, observamos um comportamento de volumosas saídas de capitais por parte de residentes que tendiam a equilibrar entradas de capitais dos estrangeiros. Este comportamento pode ser observado em todas as subcontas que compõe a Conta Financeira, apresentando valores maiores ou menores a depender de qual subconta em questão, notamos que os valores apresentados nas subcontas de Outros Investimentos, Investimentos em Carteira e Investimentos Diretos foram os mais expressivos durante todo o período.

4.1.3 Análise da volatilidade da Conta Financeira da Rússia

O estudo da volatilidade da Conta Financeira Russa confirma a análise que desenvolvemos. No caso da volatilidade, analisando-se a contribuição de cada um dos fluxos para a variância da conta financeira a Tabela 3 apresenta os resultados. Considerando os grandes fluxos que compõem a Conta Financeira especificada por nós, vemos que os fluxos de Outros Investimentos são aqueles que mais impactam sobre a variância da primeira conta. Te fato eles são responsáveis por 76,95% da variância. Em segundo lugar vêm os Investimentos em Carteira (16,97%), em terceiro lugar os Investimentos Diretos (4,9%) e por último os Derivativos (1,17%).

Abrindo-se cada uma dessas contas e separando-se os fluxos de Residentes e de Estrangeiros, chegando-se ao chamado “terceiro nível de abertura” da conta financeira, vemos que os fluxos que mais influenciam são os referentes a “Outros Investimentos Ativos em instrumentos de dívida” (40,11%) e “Outros Investimentos Passivos em Outros Instrumentos de Dívida” (36,92%). Ambos os fluxos se referem essencialmente a empréstimos bancários: o primeiro de Residentes e o segundo de Estrangeiros.

O terceiro maior responsável pela volatilidade da Conta Financeira russa são os Investimentos em Carteira Passivos, tanto em ações (7,62) quanto em títulos de renda fixa (6,32). De outra parte os ID Passivos têm volatilidade semelhante à dos IC

Ativos, podendo ser considerados o quarto e quinto maiores responsáveis pela volatilidade da Conta Financeira russa.

Dessa forma, no caso da Conta Financeira Russa são os Empréstimos bancários os fluxos que mais influenciam a volatilidade da conta financeira e os Residentes explicam fortemente essa dinâmica. A única “vantagem” desse resultado é a de que os fluxos de empréstimos são relativamente menos voláteis do que os fluxos de Investimentos em Carteira. Ainda assim, a importância dos Investimentos em Carteira para explicar a volatilidade da conta financeira russa cresceu, à medida que se processou o avanço da abertura financeira pós 2004 e mais intensamente em 2006.

Tabela 3 – Rússia: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira (1º trimestre de 2003 ao 1º trimestre de 2020)

Conta	Impacto na variância	Desvio Padrão	N*	Média dos saldos negativos	Volatilidade Ponderada
Conta Financeira (CF)	100%	22537,17	22	-11232,91	2,77
Investimento Direto ID)	4,90%	6239,31	32	-3766,23	0,77
ID Ativos Líquidos (IDA)	3,40%	8578,67	2	-1305,92	1,05
IDA - Ações e Fundos de Investimento	2,78%	8156,75	2	-832,88	1,00
IDA - Instrumentos de Dívida	0,62%	3338,54	20	-1679,65	0,41
ID Passivos Líquidos (IDP)	1,50%	7326,41	61	-9870,66	0,90
IDP - Ações e Fundos de Investimento	-0,66%	6011,53	62	-7663,37	0,74
IDP - Instrumentos de Dívida	2,16%	4226,86	49	-3746,63	0,52
Investimento em Carteira (IC)	16,97%	6444,33	31	-3862,54	0,79
IC Ativos Líquidos (ICA)	3,03%	2605,01	19	-1520,78	0,32
ICA - Ações e Fundos de Investimento	-0,30%	390,07	16	-249,82	0,05
ICA - Instrumentos de Dívida	3,33%	2551,89	20	-1573,48	0,31
IC Passivos Líquidos (ICP)	13,94%	5163,18	36	-3843,24	0,63
ICP - Ações e Fundos de Investimento	7,62%	3247,79	24	-2401,23	0,40
ICP - Instrumentos de Dívida	6,32%	3366,11	44	-2648,44	0,41
Derivativos Financeiros (DF)	1,17%	898,77	30	-239,31	0,11
DF Ativos Líquidos (DFA)	-3,60%	1857,78	69	-2478,63	0,23
DF Passivos Líquidos (DFP)	4,77%	2352,04	0	-	0,29
Outros Investimentos (OI)	76,95%	19359,93	25	-10465,08	2,38
OI Ativos Líquidos (OIA)	40,19%	16579,31	20	-7407,79	2,04
OIA - Other Equity	0,08%	182,64	3	-13,27	0,02
OIA - Instrumentos de Dívida	40,11%	16570,21	20	-7528,61	2,04
OI Passivos Líquidos (OIP)	9,45%	15696,82	36	-15105,04	1,93
OIP - Other Equity	0,00%	6,03	21	-6,27	0,00
OIP - Direitos Especiais de Saque	-0,15%	1060,24	1	-8871,50	0,13
OIP - Outros Instrumentos de Dívida	36,92%	15798,26	36	-15104,43	1,94

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Finantial Statistics* (FMI).

4.2 Processos de abertura e liberalização financeira e estudo do movimento dos fluxos da Conta Financeira para a Coréia do Sul no período 2003 a 2019

4.2.1 Características da dinâmica econômica e o processo de abertura financeira ao longo dos anos 1990 aos anos 2000

(a) Desmonte do “estado desenvolvimentista” e financeirização na Coréia do Sul ao longo da década de 1990

A trajetória do desenvolvimento econômico na Coréia do Sul foi marcada por uma série de importantes transformações estruturais desde um processo de rápida industrialização durante o pós-guerra da Coréia quando foi adotado um “modelo de estado desenvolvimentista” orientado à promoção de exportações (CHANG, 2002), até as transformações mais recentes que dizem respeito à reestruturação neoliberal da economia e consolidação de uma forte tendência à financeirização (CHOI, 2018). Durante o processo de industrialização, o Estado sul-coreano funcionava como órgão de articulação e mobilização de capital, além de operar um rígido sistema de regulação de fluxos financeiros internacionais.

Assim como no caso de outros países periféricos, observou-se a expansão de seu endividamento externo ao longo da década de 1970, graças ao avanço do Euromerado e da facilidade de expansão de empréstimos com taxas de juros muito baixas (ainda que pós-fixadas). Mais uma vez, vemos que a política monetária norte-americana do fim da década de 1970 afetou os países periféricos endividados e a Coréia também sofreu esse impacto da duplicação das taxas de juros que indexavam seus contratos de dívida externa.

Nesses termos, o que ocorria na Coréia do Sul nos anos 1980 não era diferente do que estava ocorrendo em outros países periféricos: enfrentava desequilíbrios de suas contas externas e pressões inflacionárias. O diagnóstico da situação sul-coreana foi o da crítica ao modelo de desenvolvimento adotado até então, indicando que as instabilidades eram resultado da forte intervenção do Estado e da adoção de subsídios que atrapalhavam a “alocação ótima de recursos”, além do excesso de gastos, o que teria gerado tais pressões inflacionárias. A “solução” deveria ser a da redução do papel do Estado e da abertura econômica.

Deste momento em diante foi posto em movimento um longo processo de liberalização comercial e financeira, que começaria durante a década de 1980, mas

na verdade, se intensificaria após a crise financeira coreana de 1997. Esse processo fez com que a Coréia do Sul se tornasse um dos maiores mercados financeiros dentre as economias emergentes⁶³ (FRITZ & PRATES, 2013).

No que se refere à dinâmica interna e ao desenvolvimento do setor financeiro doméstico, de acordo com Lechevalier et al. (2017), o desenvolvimento do setor financeiro sul-coreano esteve intrinsecamente relacionado às necessidades da industrialização no decorrer a “fase desenvolvimentista” da Coréia do Sul ficando conhecida como a era da “Contenção e Mobilização Financeira”. Durante essa fase, as autoridades estatais dedicavam os esforços de suas políticas financeiras para mobilizar o capital, seja direta ou indiretamente, às empresas envolvidas nos esforços de industrialização pesada e de promoção das exportações. Desenvolveram-se, assim, “finanças industrializantes”. De tal forma que o desenvolvimento do aparato regulatório e de intervenção sobre o sistema financeiro doméstico foi central para que o Estado sul-coreano desse o suporte necessário ao processo de desenvolvimento econômico até a década de 1980, tornando possível a articulação entre as empresas domésticas e o acesso aos mercados globais.

A construção deste aparato estatal de regulação financeira teve início em 1962, quando o governo sul-coreano decidiu nacionalizar os bancos comerciais e manter o controle total sobre os bancos especializados, tal como o Banco de Desenvolvimento da Coréia, mantidos sob o controle do Ministério das Finanças (LECHEVALIER ET AL., 2017). Isso permitiu que as autoridades sul-coreanas pudessem exercer maior influência na determinação das políticas financeiras através da criação de **linhas de crédito subsidiado** para empresas envolvidas em atividades exportadoras e controle das taxas de juros, sobretudo, através da política de redesconto do Banco da Coréia que permitia o fornecimento de subsídios aos financiamentos de setores considerados estratégicos ao desenvolvimento nacional.

Quanto aos problemas relacionados aos déficits em conta corrente, foi desenvolvida uma política de controle estrito do câmbio cujos dois pilares essenciais era o chamado Sistema de Concentração de Câmbio, pelo qual todo ativo cambial

⁶³ De acordo com Kim e Yang (2010), desde a década de 1980 a Coréia do Sul testemunho um enorme aumento nos fluxos de capital, aumentando de US\$ 2,3 bilhões em 1980 para US\$ 91,8 bilhões em 2006. Para os autores, também houve uma mudança no tipo de capital e transação financeira realizada, enquanto nas décadas de 1980 e 1990 havia uma predominância de empréstimos bancários e transferências de capital, o contexto pós-crise de 1997 apresentou um crescimento dos fluxos direcionados aos investimentos em carteira.

deveria ser entregue ao Banco da Coréia, e o *Foreign Exchange Management Act*, que impunha severas restrições à utilização de moedas estrangeiras (CHANG, 1998).

Da mesma forma, a centralização do poder político e econômico durante o regime militar na Coréia do Sul possibilitou a formação do “Estado Desenvolvimentista”, responsável pela articulação, mobilização e regulação dos recursos financeiros. Note-se que esse rígido aparato de controle criou um ambiente de baixo desenvolvimento do sistema bancário doméstico, que passaria por intensas transformações em decorrência dos desequilíbrios macroeconômicos durante a década de 1980.

Lechevalier et al. (2017) consideram que a contenção dos setores financeiros e bancários por um período tão longo fez com que os mercados domésticos fossem pouco inovadores frente a atuação de instituições bancárias estrangeiras, sobretudo, na oferta de instrumentos de financiamento diversificados. Dessa forma, conforme as instabilidades econômicas avançaram nos anos subsequentes às crises da década de 1970, e à medida que se indicada a “necessidade” de liberalização, abriu-se o caminho para que os bancos estrangeiros tivessem uma maior participação no sistema financeiro sul-coreano. De modo que, para além de questões ligadas ao nível de desenvolvimento e competitividade do setor bancário, houve forte pressão dos setores corporativos sul-coreanos pelo avanço de novas fontes de financiamento, dentre elas destacando-se as aplicações financeiras.

Essa pressão transbordou para setores da burocracia estatal, favoráveis às medidas pró-mercado, que passaram a defender uma agenda de reformas estruturais e uma gradual liberalização financeira voltada para atender as necessidades de um setor corporativo constrangido.

As propostas de liberalização financeira da Coréia do Sul partiram de condições socioeconômicas muito particulares à década de 1980. **Em primeiro lugar**, o contexto internacional da década de 1980, com a generalização dos problemas enfrentados por diferentes países periféricos e suas dificuldades de balanço de pagamentos geraram o diagnóstico do “Consenso de Washington”, indicando os já citados ajustes no sentido de: (i) do combate à inflação via contenção de gastos privados e públicos via ajuste fiscal (diagnóstico de inflação de demanda); (ii) da redução da participação do Estado na economia e do fim dos subsídios, no sentido de permitir a “alocação

ótima de recursos" via mecanismos de mercado; (iii) da abertura econômica também no sentido da crítica às barreiras à livre concorrência. No caso das empresas, a defesa era de que essas medidas permitiriam que elas tivessem acesso a mecanismos de alavancagem mais flexíveis para lidar com as quedas das taxas de lucros e suas necessidades de financiamento.

Em segundo lugar, a partir de meados para o final da década de 1980, na medida em que a ideia de democratização da política se popularizava no país, a democratização econômica passou a ser entendida como o afastamento da centralização em direção à mercantilização e, posteriormente, para a liberalização financeira (LECHEVALEIR ET AL., 2017). Dessa forma, embora a liberalização da economia sul-coreana tenha começado na década de 1980, essa somente tomaria contornos mais evidentes ao longo da década de 1990. Esses contornos tiveram importância crucial no desenrolar da Crise Financeira da Coréia do Sul em 1997, mas cabe observar que a liberalização financeira mais profunda ocorreu a partir daí. Então, a crise serviu, na verdade, para aprofundar a liberalização.

Os anos que se sucederam a crise significaram um aprofundamento das transformações na natureza da dinâmica financeira da economia sul-coreana, e sua tendência à financeirização, de modo em que houve uma transição dentro da hierarquia de importância na política de intervenção do Estado frente ao desenvolvimento dos mercados financeiros.

Ao entrar na década de 1990 a economia sul-coreana dispunha de condições externas favoráveis, obtendo grandes superávits comerciais, e uma paralela manutenção da entrada de capitais, já que a Coréia do Sul não decreta moratória de sua dívida externa, propiciando a manutenção do ingresso. Essa entrada de recursos ocorria entre 1986 e 1989, gerava um "excesso de liquidez nos mercados domésticos". De acordo com Chang (1998), estes grandes superávits comerciais e a situação de liquidez favorável no mercado doméstico era decorrente dos instrumentos de controle cambial exercidos até então (o "Sistema de Concentração de Câmbio").

Sendo assim, e a partir da crítica acerca dos equilíbrios enfrentados no início na década de 1980, o governo decidiu aproveitar a situação externa favorável para acelerar o processo de liberalização, o que ocorreu sob o governo de Kim Young-Sam, que assumiu a presidência em 1993 (CHANG, 1998).

O plano de liberalização financeira apresentado pelo governo Kim Young-Sam em 1993 ficou conhecido como o “Novo Plano Econômico”, definindo um cronograma de cinco anos nos quais seriam realizadas reformas estruturais orientadas para a desregulamentação, privatização e liberalização dos mercados domésticos frente os fluxos de capitais financeiros internacionais. Para Chang (1998), dentre outras coisas, o programa visava a desregulamentação das taxas de juros, a abolição dos *policy loans*, a concessão de mais autonomia gerencial aos bancos, a redução de barreiras à entrada para as atividades financeiras e, mais importante, a liberalização da Conta de Capital, que já era um antigo objetivo das autoridades estatais sul-coreanas. A esse respeito, Chang (1998) destaca a contínua pressão do governo dos Estados Unidos para a abertura dos mercados financeiros da Coréia do Sul. As negociações se intensificaram durante a década de 1990, sobretudo, a partir da candidatura da Coréia do Sul para adesão à OCDE, que sujeitou o governo às novas demandas externas de liberalização financeira.

O processo de liberalização financeira durante o período 1993-96, em que havia alta liquidez internacional, foi crítico para gerar um ambiente fortemente especulativo na economia sul-coreana. Isso decorre, em grande parte, da própria liberalização, sendo que a mesma criou incentivos para a tomada de empréstimos externos de curto prazo no exterior (ainda bancários) (CHANG, 1998).

A liberalização havia sido mais abrangente em relação aos empréstimos externos de curto prazo do que para os de longo prazo, uma vez que a excessiva quantidade de documentação necessária para obter uma permissão do Ministério das Finanças, na prática, tornava os empréstimos de curto prazo menos custosos e mais rápidos. Além disso, a partir dos compromissos adotados pelo governo com a liberalização financeira, havia uma expectativa de melhora contínua da classificação de crédito da Coréia do Sul frente aos mercados internacionais, o que permitiria o fornecimento de crédito externo a partir de juros baixos.

As corporações puderam então aproveitar as boas condições de obtenção de empréstimos de curto prazo e a juros baixos até as vésperas da crise de 1997, quando houve uma inflexão no comportamento dos credores internacionais. De acordo com Choi (2018), os conglomerados industriais sul-coreanos aproveitaram o período de ampla liquidez durante a primeira metade da década de 1990 para tomar empréstimos bancários no exterior, promovendo uma pesada expansão de suas instalações e

utilizando novas tecnologias para melhorarem sua inserção competitiva nos mercados internacionais de exportação.

O enorme fundo de investimentos obtidos junto às instituições internacionais resultou em um elevado nível de endividamento, sensível às flutuações nas taxas de juros e renegociação das dívidas junto aos credores. A dificuldade de reciclagem de recursos de curto prazo por parte de firmas sul-coreanas levou a uma cadeia de falências, sendo que houve uma rápida e forte reversão dos fluxos financeiros internacionais, que aproveitaram a abertura financeira para retirar seus investimentos do mercado sul-coreano.

No perfil do ingresso de capitais adotado (empréstimos bancários de curto prazo), o que ocorre é que quando vencem os empréstimos eles precisam ser amortizados sem que um novo empréstimo de curto prazo ocorra para pagar parte da amortização, por exemplo. Assim, por um lado, se reduz a entrada de recursos e, por outro lado, se intensifica a saída pelas amortizações, revertendo a tendência de ingresso líquido crescente de recursos pela conta de Outros Investimentos (Outros Instrumentos de Dívida), que se refere a empréstimos bancários.

O auge da crise chegou em 1997, quando as reservas cambiais despencaram e as empresas e bancos ficaram impossibilitados de pagar suas dívidas na data do seu vencimento. Nessa situação, o governo não teve alternativa a não ser solicitar fundos especiais de resgate junto ao FMI em 21 de fevereiro de 1997 (CHOI, 2018).

O aporte financeiro conseguido junto ao FMI era crucial para que a economia pudesse enfrentar a fase mais aguda da crise financeira de 1997, servindo como uma fonte de receita de curto prazo para solucionar os problemas de liquidez enfrentados pelos mercados domésticos e evitar maiores saídas de capitais. Contudo, o governo sul-coreano se viu obrigado a implementar um programa de reestruturação econômica neoliberal como pré-condição ao recebimento da ajuda financeira internacional. De modo que as receitas de curto prazo serviriam para sanar os problemas de liquidez e através de “reformas estruturais” nos mercados financeiros havendo um aprofundamento na abertura financeira e um estímulo para que os capitais estrangeiros voltassem a participar ativamente do sistema financeiro da Coréia do Sul.

Em um primeiro momento, o programa de resgate financeiro da economia sul-coreana propunha proteger os investidores estrangeiros de incorrerem em maiores

perdas nos mercados domésticos, através da geração de receitas de curto prazo vindas do pacote de ajuda internacional e por meio de uma elevação sistemática das taxas de juros domésticas que visavam evitar maiores saídas de capital. Mas, em um segundo momento, as orientações do FMI propunham uma série de reformas que tivessem como objetivo principal criar as condições necessárias para que o capital estrangeiro voltasse ao país.

Na verdade, a proposta de reestruturação da economia sul-coreana no pós-crise buscava afastar quaisquer resquícios do modelo de estado desenvolvimentista que ainda existisse na Coréia do Sul.

Foram então introduzidas políticas de incentivo ao desenvolvimento dos mercados de capitais que se voltavam a facilitar a regulação sobre o investimento estrangeiro no país, aumentando a possibilidade de participação de estrangeiros nas parcelas de títulos e ações de empresas sul-coreanas. Ou seja, por um lado, o mercado era incentivado, criando-se mecanismos para o seu avanço (para o lançamento de títulos de renda fixa e ações) e, por outro, adotava-se o processo de liberalização para que estrangeiros pudessem entrar da Coréia do Sul e participar do mercado doméstico, comprando estes papéis. Desta forma, a articulação envolvia a maior abertura da conta de Investimentos em Carteira Passivos (de estrangeiros), em títulos de renda fixa e ações.

Em 1998 foi promulgada a *Lei de Promoção de Investimento Estrangeiro*, que permitia a transferência livre de lucros e dividendos, tornando maior a participação de ações estrangeiras nos mercados sul-coreanos. Choi (2018) argumenta que como resultado destas mudanças, a participação das ações em posse de estrangeiros aumentou de 14,6% no final de 1997 para 20% ao final de 2000, fazendo com que a participação estrangeira de grandes conglomerados e bancos aumentasse no mercado de capitais do país, sendo que os ingressos líquidos de investidores estrangeiros atingiram US\$ 62 bilhões três anos após 1998.

Assim, é um processo conjunto. Para além dessas medidas voltadas à regulamentação da participação dos capitais estrangeiros na economia sul-coreana, o governo também buscou revitalizar os mercados de títulos tanto privados (mercados de capitais) quanto governamentais (mercado monetário, vinculado à dívida pública interna) para fomentar o setor financeiro doméstico.

De acordo com Lechevalier et al. (2017), o FMI especificou as recomendações detalhadas sobre os ajustes estruturais a serem feitos para enfrentar o que chamavam de “capitalismo de compadrio”, de modo a reduzir a concentração do poder econômico dos conglomerados industriais familiares, sobretudo, no que dizia respeito às relações com instituições financeiras domésticas (as *Non-Banking Financial Institutions*). Desse modo, a reestruturação do mercado financeiro teve como fio condutor a transparência de suas instituições e as vendas de instituições financeiras insolventes que fossem de controle dos conglomerados. Por outro lado, no que se refere ao mercado de capitais, o seu avanço envolvia, também a adoção de “boas práticas de governança corporativa”, que envolviam a existência de conselhos fiscais, de limite de ações ordinária em comparação às preferências, a exigência de balanços detalhados e consistentes com as regulações contábeis internacionais. Dessa forma, o que se observa é que as reformas financeiras e reestruturação das relações entre a estrutura de governança corporativa dos conglomerados seguiam os ditames do FMI, sob o argumento de que esse movimento geraria mais competitividade para os próprios conglomerados e seria a solução para o financiamento dos mesmos.

Então, podemos considerar que a Coréia do Sul, assim como outros países periféricos aprofundaram sua liberalização ao longo dos anos 1990, o que aconteceu também com o Brasil. Um elemento importante da liberalização foi o aprofundamento da abertura para os fluxos de Investimento em Carteira e de Moedas e Depósitos o que, como veremos, gerará fortes ingressos de capitais via essas contas, tendo em vista o profundo processo de liberalização (KIM & YANG, 2010). Outra questão, ainda não comentada, foi o paralelo avanço do mercado de derivativos de câmbio, o que ocorreu também no Brasil. Tanto a Coréia quanto o Brasil detêm hoje os maiores mercados de derivativos dentre os países periféricos (MIHALJEK & PARKER, 2010).

(b) Avanço do ingresso de capitais e da liberalização financeira nos anos 2000 e o crescimento da financeirização da economia coreana: as finanças não-industrializantes

No entanto, à despeito da liberalização e contrariamente ao apregoado, os anos subsequentes à crise financeira foram de uma profunda recessão para a economia sul-coreana. De fato, as baixas taxas de crescimento econômico e investimento eram

uma resposta à implementação da rigorosa política de austeridade fiscal e altas taxas de juros impostas pelo FMI (CROTTY & LEE, 2006). De acordo com Choi (2019), os resultados macroeconômicos sofríveis alcançados pela Coréia do Sul eram também um reflexo da escassez de demanda doméstica e do dilema posto aos formuladores de política econômica. Segundo o autor, havia duas dificuldades essenciais para as autoridades sul-coreanas: por um lado, era difícil implementar políticas industriais que buscassem o crescimento econômico através de ajustes de investimento estrangeiro; e, por outro, as empresas domésticas se viam pressionadas devido às exigências de reestruturação corporativa e da redução das relações dívida/patrimônio, de modo que se mostravam relutantes em financiar novos investimentos. De acordo com Crotty e Lee (2006), em resposta às novas medidas de liberalização financeira após 1997, houve uma recuperação dos fluxos de capitais financeiros internacionais em direção aos mercados sul-coreanos. No entanto, o capital estrangeiro se concentrou principalmente nos investimentos em carteira voltados à busca da rentabilidade de curto prazo ao invés de promover investimentos industriais de longo prazo (CHOI, 2018). De acordo com Kim e Yang (2010), desde a década de 1980 a Coréia do Sul testemunhou um enorme aumento nos fluxos de capital, aumentando de US\$ 2,3 bilhões em 1980 para US\$ 91,8 bilhões em 2006. Para os autores, também houve uma mudança no tipo de capital e transação financeira realizada, enquanto nas décadas de 1980 e 1990 havia uma predominância de empréstimos bancários e transferências de capital, o contexto pós-crise de 1997 apresentou um crescimento dos fluxos direcionados aos investimentos em carteira⁶⁴.

Tendo em vista as limitadas opções de intervenção estatal para a articulação de um projeto de recuperação econômica, o governo sul-coreano buscou solucionar o declínio da demanda doméstica através de estímulos ao financiamento das famílias e revitalização dos mercados imobiliários e de construção civil. Em outras palavras, à medida que o investimento produtivo das empresas encolheu após o aprofundamento da liberalização financeira, os formuladores de políticas buscaram reativar os setores industriais domésticos através da construção de moradias, de modo que o aumento da demanda por hipotecas fez com que o endividamento das famílias aumentasse

⁶⁴ A dinâmica dos fluxos de capitais nos anos 2000 será detalhada mais à frente.

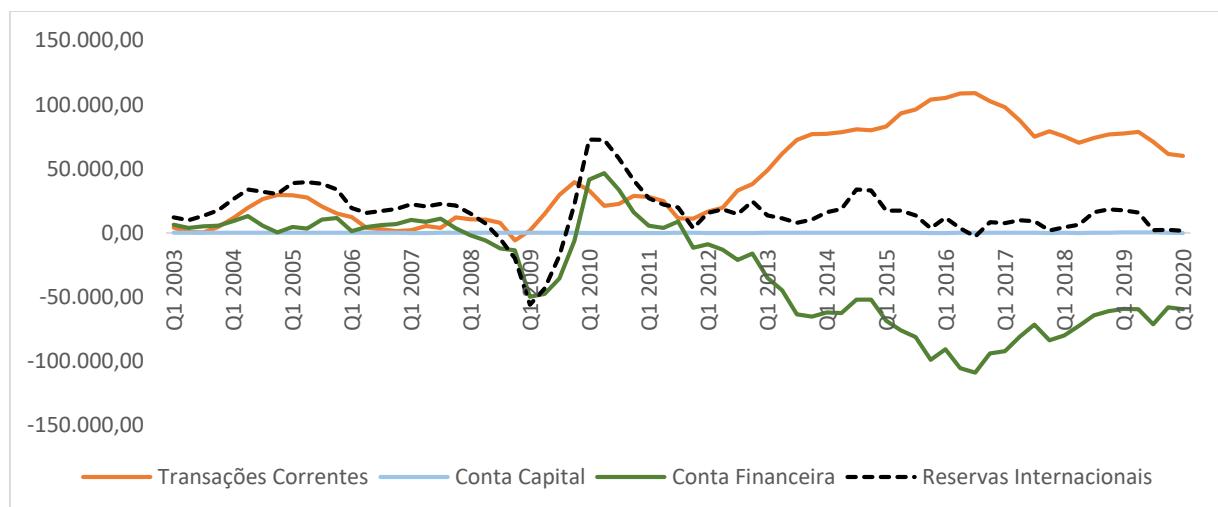
significativamente nos primeiros anos da década e, assim, expondo as famílias aos riscos do mercado financeiro. (CHOI, 2018).

Dessa forma, no início dos anos 2000 vemos que se apresenta um novo “modelo de crescimento”. Por um lado, baseado no crescimento dos superávits comerciais pela melhora das condições do comércio mundial e do preço das *commodities* e, por outro lado, pelos incentivos articulados pelo Estado para a dinamização da demanda, especialmente via incentivo à expansão do crédito às famílias, o que se mostraria ser uma dinâmica limitada.

Apoiados em uma política macroeconômica pautada pela expansão do crédito às famílias, tendo em vista a recuperação da demanda doméstica, a ocorrência de superávits comerciais significativos e enorme injeção de fundos públicos no setor financeiro nacional, a economia sul-coreana dava sinais de uma pronta recuperação nos primeiros anos da década de 2000. Note-se, no entanto, que esse dinamismo era limitado, já que o setor de construção civil não tem condições de alavancar sozinho o crescimento e que o setor exportador depende das condições do comércio mundial.

Como resultado desse processo, a economia sul-coreana já apresentava sinais de perda de dinamismo do crescimento econômico em meados de 2004.

Gráfico 53 – Coréia do Sul: Balanço de Pagamentos (BP) e suas subcontas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *

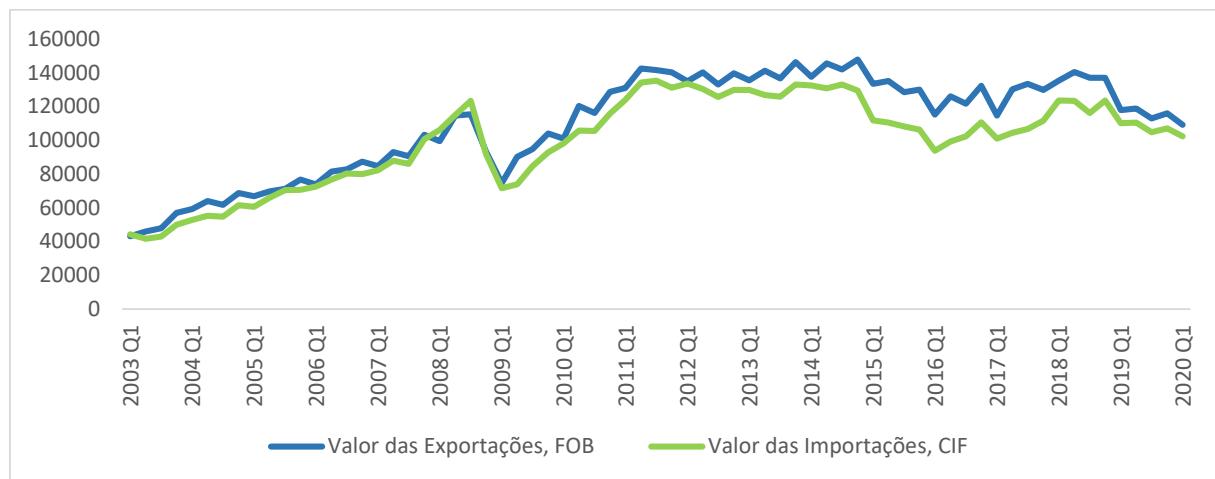


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* A Conta Financeira foi obtida através do somatório das contas de Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira, Derivativos e Outros Investimentos, além de ter sido multiplicada por -1 para facilitar a leitura e compreensão da lógica de entrada dos fluxos financeiros.

De acordo com Crotty e Lee (2006), a economia sul-coreana lidava com três grandes problemas que resultavam na deterioração do desempenho do crescimento: (i) a estagnação dos gastos com investimentos produtivos no pós-crise; (ii) o aumento da dívida das famílias que levou à um surto de inadimplência de cartão de crédito em 2003; e, (iii) a dependência do crescimento em relação às exportações e ao crescimento da economia chinesa.

Gráfico 54: Coréia do Sul – Diferencial entre os valores das Exportações e Importações (dados trimestrais em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* As modalidades de frete FOB (Free On Board) e CIF (Cost, Insurance, Freight) são utilizadas quando se tratam de cargas de alto valor agregado ou o custo de frete é muito alto.

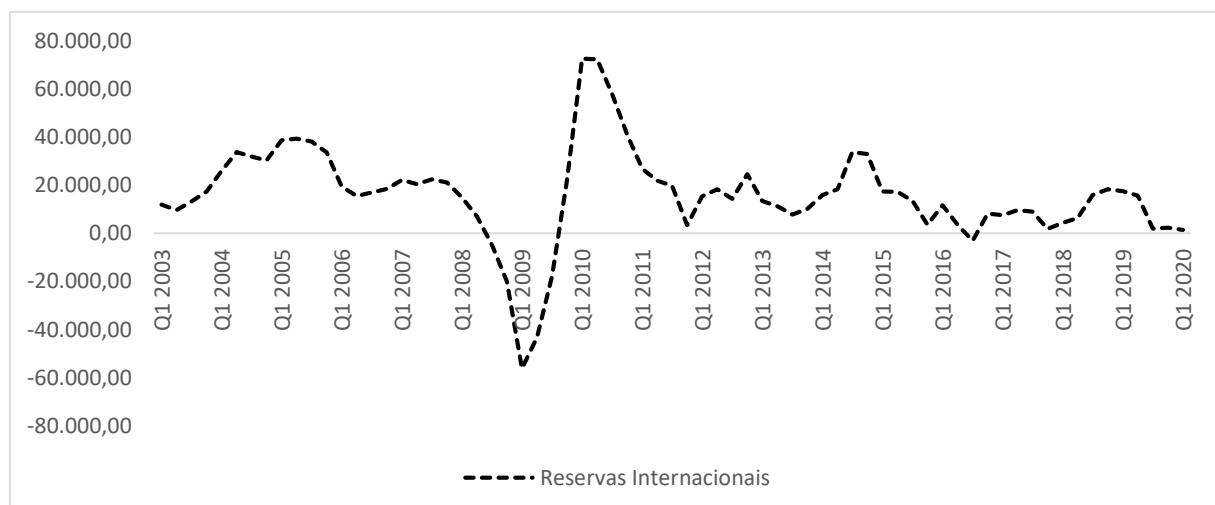
O Gráfico 55 nos apresenta a dinâmica do balanço de pagamentos sul-coreano durante o período 2003-2019, sendo possível construir uma periodicidade, assim como fizemos para os outros países analisados:

- (i) **Fase de expansão moderada de Transações Correntes e da Conta Financeira**, entre 2003 e 2008;
- (ii) **Fase de reversão da Conta Financeira e estabilidade da Conta Corrente**, entre o final de 2008 e 2009;
- (iii) **Fase de retorno dos capitais e de expansão da Conta Corrente**, entre o final de 2009 e até 2011;
- (iv) **Fase de forte expansão da conta de Transações Correntes e de déficits na Conta Financeira líquida** entre 2012 e 2020.

Analizando um pouco mais esses períodos, observamos que entre 2003 e 2008 houve um movimento de expansão das exportações, mas também das importações,

gerando uma Balança Comercial pouco expressiva, mas superavitária e um balanço de Transações Correntes com o mesmo sentido. Já do lado da conta Capitais ocorre ingresso de recursos, mas com volatilidade. Ambas as contas apresentavam volumes semelhantes e tendências superavitárias, e presentam-se resultados positivos do Balanço de Pagamentos no nível de câmbio de fechamento. Nessa fase observa-se uma expansão das reservas internacionais (Gráfico 57).

Gráfico 55 – Coréia do Sul: Fluxos de reservas cambiais (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)*



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Valor positivo significa superávit do BP e fluxo de reservas dirigido ao BC (+). Isso significa a retirada de divisas de circulação. O valor negativo significa déficit do Balanço de Pagamentos e o Banco Central perdendo essas Reservas (-). Isso significa que o Banco Central está vendendo essas divisas para controlar o câmbio.

De acordo com Choi (2018), o acúmulo de reservas internacionais é o resultado de uma política específica de defesa contra movimentos abruptos de fluxos de capitais, evitando-se a valorização cambial, tendo a ver com a adoção de uma política cambial para a promoção da competitividade das empresas nacionais exportadoras. Essa fase de relativa estabilidade durou até meados da crise financeira de 2007, quando a economia sul-coreana incorreu em um déficit em de Transações Correntes, havendo uma saída de capitais atestada pela Conta Financeira, ocorrendo déficit do Balanço de Pagamentos e perda de reservas cambiais (Gráfico 55).

Depois disso, vemos que, logo em seguida, ao final de 2009 ocorre uma retomada dos fluxos líquidos da Conta Financeira. Nessa fase pode-se observar, tanto uma retomada do superávit em Transação Corrente, assim como um movimento de

atração de capitais, conjugado à expansão da liquidez internacional e do direcionamento de recursos para países periféricos, em geral. As duas contas, Transações Correntes e Conta Financeira, apresentaram volumes semelhantes, dinâmica que perdura até 2011, ocorrendo superávit do Balanço de Pagamentos. Nessa fase ocorre, de novo, uma expansão das Reservas que se dirigem ao Banco Central (Gráfico 57), sendo que esse agente realiza essa atuação para “segurar” a excessiva valorização da moeda que ocorreria caso não interviesse. Assim, observa-se uma recuperação paulatina das Reservas, sendo que o direcionamento do fluxo de reservas a cada um desses anos significa o aumento do estoque de Reservas no Banco Central.

Após 2011, a Conta Financeira Líquida passa a ficar continuamente deficitária, mas, paralelamente, a conta de Transações Correntes vai apresentando resultados crescentemente positivos. Vemos no Gráfico 56 que a expansão das exportações em níveis superiores ao das importações, provocando resultados positivos para a Balança Comercial e refletindo-se no comportamento da Conta Corrente.

Essa expansão é tão forte que o resultado do Balanço de Pagamentos autônomo é positivo. Isso nos mostra que ocorre uma “sobra” de divisas nesses momentos, considerando o nível de câmbio de fechamento, sendo que a Autoridade Monetária foi o agente que comprou essas “sobras”, significando um aumento das Reservas dirigidas ao BC, o que significou a retirada de dólares do mercado (Gráfico 55)⁶⁵. Ou seja, ainda que tenha ocorrido um processo de forte saída de capitais (analisaremos isso mais adiante), a expansão de Transações Correntes foi tão vigorosa que gerou a compra de Reservas e o superávit do Balanço de Pagamentos, sendo que a Atuação do Banco Central se deu, mais uma vez, no intuito de controlar o câmbio.

Quanto à análise da dinâmica do câmbio, o movimento das Reservas nos mostra a intervenção do Banco Central Coreano (Gráfico 57).

Até 2007 ocorreu um processo de valorização do câmbio (ainda que controlado) sendo que, depois de 2010, o câmbio fica bastante estável, também graças às

⁶⁵ Mais uma vez comentamos que o gráfico dos fluxos de reservas não são o formato usual de apresentação dos mesmos pela contabilização do BPM5. A contabilização apresentada nesse gráfico leva em conta a entrada e saída de reservas no BC. Superávits do BP significam que o BC comprou as reservas sobrantes, sendo que elas ingressam no balanço do BC (sinal +). E vice e versa para o caso de déficits do Balanço de Pagamentos.

intervenções do Banco Central (Gráfico 58). De fato, durante o período de alta liquidez internacional que provocou um surto de forte ingresso de Recursos, entre 2003 e 2007. Durante esse período a Coreia do Sul adotou a estratégia de acumulação de reservas para conter as pressões de apreciação, mas, paralelamente, acelerou o relaxamento dos controles de capitais, ajustando-se às “Regras de Mercado”.

O surto de recursos gerou uma valorização do câmbio controlada, justamente por que o Banco Central adotou a medida de compra de Reservas para segurar a excessiva valorização do câmbio. Essa valorização foi adotada, por sua vez para servir de instrumento de combate à inflação.

A valorização observada gerou impactos de perda de rentabilidade ao setor exportador, que passou a se utilizar de esquemas de hedge e de busca de ganhos especulativos no mercado de derivativos de câmbio. De outra parte, a compra de Reservas por parte do Banco Central, gerava impactos sobre a Dívida Pública, por conta da desmonetização efetuada pela Autoridade monetária, via *open-market* para conter o impacto inflacionário daquelas compras.

Note-se que no período de aprofundamento da crise de *subprime* o país não enfrentava problema em seu balanço de pagamentos e tinha reservas expressivas. Mesmo assim, se observa um movimento de saída de capitais e de desvalorização do câmbio. Isso ocorreu principalmente por conta de que grande parte do capital que ingressou ser volátil, podendo reverter rapidamente (como veremos), o que se junta ainda com a existência do mercado de derivativos de câmbio que tinha levado a operações altamente especulativas por parte do setor exportador.

No período relativo ao aprofundamento da crise de *subprime*, a forte desvalorização do câmbio (won-dólar) esteve relacionada à operação de empresas coreanas com operações em derivativos de câmbio, como também à atuação dos Bancos Residentes. Como é possível perceber pelo Gráfico 58, ocorreu um *overshooting* da taxa de câmbio won-US\$ Dolar entre o fim de 2007 e o ano de 2008. Isso foi o resultado das relações entre operações de derivativos de câmbio nos mercados *onshore Over The Counter* (OYC – mercado de balcão) e as grandes dívidas de curto prazo contraídas pelos bancos nacionais. Essa relação tem a ver com a institucionalidade do mercado de derivativos de câmbio da Coreia, em que ganhos ou perdas são liquidados em Dólar.

Antes da crise os exportadores, atuaram no mercado de opções envolvendo-se nas chamadas opções de “*knock-in-knock-out*” (KIKO), como também compraram derivativos exóticos em mercado de balcão (OTC). O intuito foi o de fazer hedge contra a apreciação do câmbio (FRITZ & PRATES, 2013).

Para este tipo de operação, as empresas se protegiam contra a variação do câmbio. No caso do mercado de opções, seriam gerados ganhos no caso da continuidade da valorização do câmbio. No entanto, na ocorrência de desvalorização, ocorreriam perdas não-cobertas.

Ocorre que a dinâmica do câmbio também estava ligada com o comportamento dos bancos residentes (coreanos e filiais de bancos estrangeiros), que estavam efetuando operações de arbitragem, que geravam expressivos ganhos. Tomavam recursos de curto prazo no exterior (em dólar), vendiam esses dólares e faziam aplicações financeiras no mercado doméstico, que renderiam mais do que a taxa de juros que deveriam pagar pelo empréstimo. Paralelamente, efetuavam operações de compra de dólar a futuro. Para pagar suas dívidas contavam, ainda, com a rolagem dos empréstimos efetuados (FRITZ & PRATES, 2013).

Com o aprofundamento da crise de *subprime* os bancos internacionais reduziram seus empréstimos, de forma que os bancos residentes na Coréia do Sul tiveram dificuldade de rolar novamente suas dívidas de curto prazo. Dessa forma, os bancos residentes começaram a comprar dólares no mercado doméstico para liquidar seus passivos externos, gerando pressão para a desvalorização do câmbio. Isso gerou perdas para as companhias exportadoras que haviam efetuado os contratos de opção, sendo que tiveram que pagar suas perdas (liquidar posição) em dólar, o que pressionou ainda mais a desvalorização.

Essa articulação, além de gerar uma volatilidade expressiva para a taxa de câmbio também provocou perdas consideráveis para um grande número de empresas, indicando a vulnerabilidade dessa situação. Ademais, destaca-se a vulnerabilidade do sistema bancário sul-coreano envolvido em tantos empréstimos externos de curto prazo.

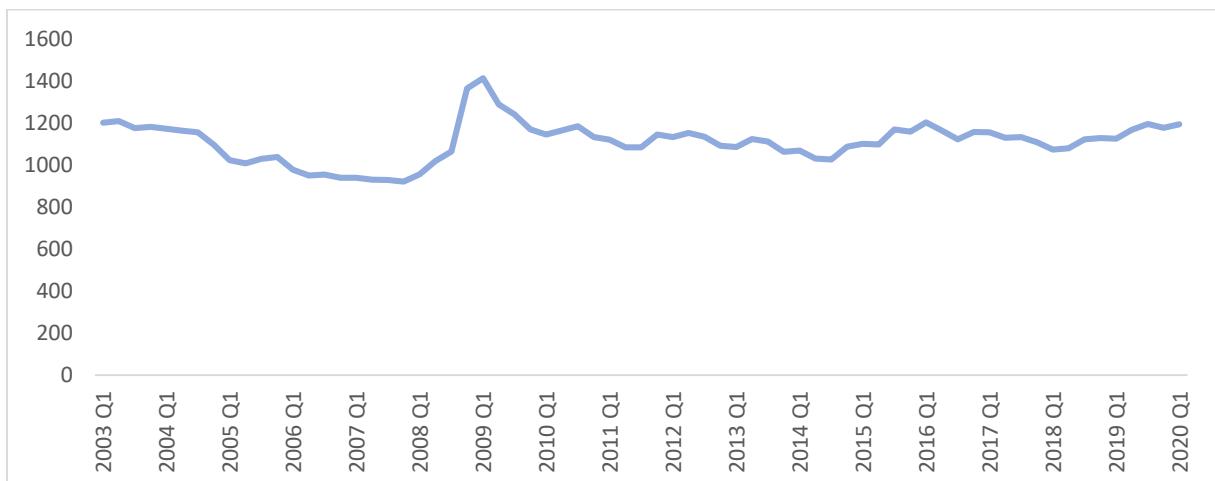
Nesse sentido, um dos movimentos das autoridades monetárias logo depois do aprofundamento da crise de *subprime* foi o de impor limitações ao mercado de derivativos, destacando-se, especialmente, a limitação da atuação dos bancos e

exportadores nesse mercado. Além disso, também foram estabelecidas regras prudenciais, para fortalecer a liquidez dos bancos e controlar suas tomadas de empréstimo de curto prazo com o exterior.

Dessa forma, o que se observa é que o retorno dos fluxos a partir do final de 2009 se deu sob a égide dessa nova regulação, o que afetou o perfil dos fluxos, o que será comentado mais abaixo.

É importante comentar que os resultados negativos da Conta Financeira no último período foram, de certa forma, funcionais para a dinâmica do câmbio, à medida em que os superávits de Transações Correntes foram se avolumando. Caso não tivesse havido a saída de recursos pela Conta Financeira, teria havido forte pressão pela valorização do câmbio e o controle pelo Banco Central teria sido muito mais custoso, pois envolveria a compra de um volume muito maior de reservas para controlar o câmbio e, assim, mantê-lo num nível que garantisse a competitividade exportadora.

Gráfico 56: Coréia do Sul – Taxa de Câmbio Doméstica Won sul-coreano por US\$ (dados trimestrais)

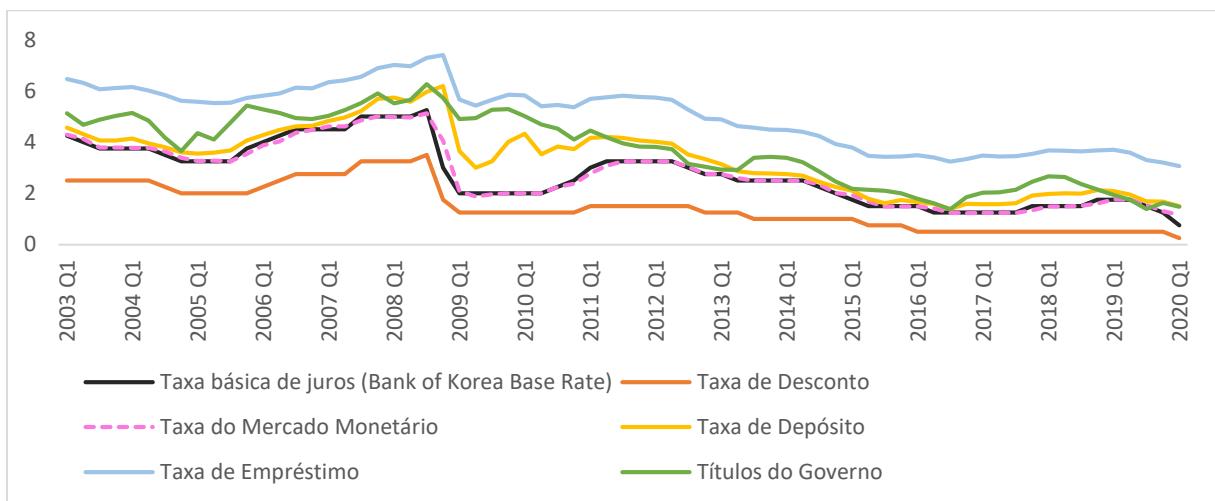


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

Paralelamente, no que se refere às taxas de juro, considerando-se que a Coréia adotou também o Regime de Metas de Inflação, observamos que seus valores históricos são bem mais baixos do que os apresentados pelo Brasil, Rússia e Turquia. O valor máximo alcançado pela taxa básica nesse interregno foi o de 5,1%. Analisando-se sua dinâmica, vemos que ocorreu uma queda dessa taxa básica durante o aprofundamento da Crise de *subprime*, mesmo havendo desvalorização do

câmbio. Essa queda indicando a política de tentar segurar a desaceleração da demanda num momento de instabilidade profunda. Depois que os capitais retornam, essa taxa volta a subir, voltando a trajetória de queda depois de 2013, sendo que em todo esse período as taxas de juros convergem para o nível das taxas dos países centrais, muito mais do que a dos países periféricos.

Gráfico 57: Coréia do Sul – Taxa básica de juros (Bank of Korea Base Rate) e indicadores selecionados (dados trimestrais em % a.a.)

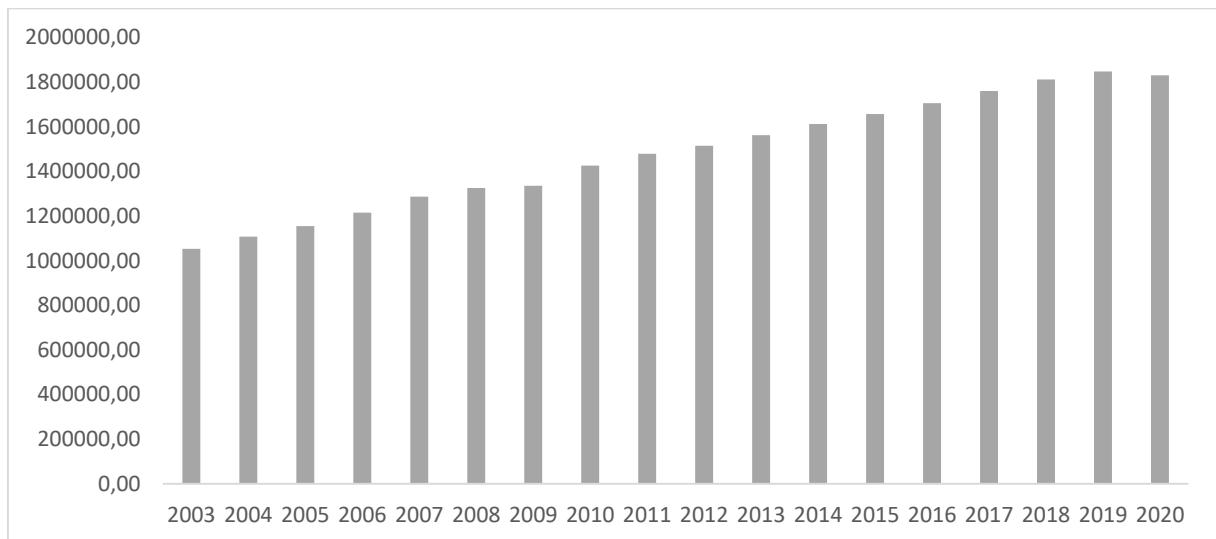


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

Retornando ao último período, que engloba a fase de crescimento da instabilidade conjuntural no mundo pós 2013, o que observamos é que a economia sul-coreana, apresentou uma tendência de crescimento econômico contínuo e estável no decorrer da fase em questão, diferente dos outros países periféricos selecionados e que estão sendo analisados nessa dissertação, que começam a apresentar problemas de crescimento após 2013.

A partir do Gráfico 60, podemos observar a estabilidade e solidez do crescimento do país. Esses resultados positivos do PIB e de Transações Correntes levaria ao questionamento acerca do porquê a Conta Financeira apresentar resultados negativos nessa última fase. Na verdade, mais uma vez, destacamos a necessidade de se analisar as subcontas que a compõem. Para melhor compreensão efetuaremos essa análise na próxima seção.

Gráfico 58: Coréia do Sul – Produto Interno Bruto (PIB) a preços correntes (dados trimestrais em US\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *World Economic Outlook* (FMI).

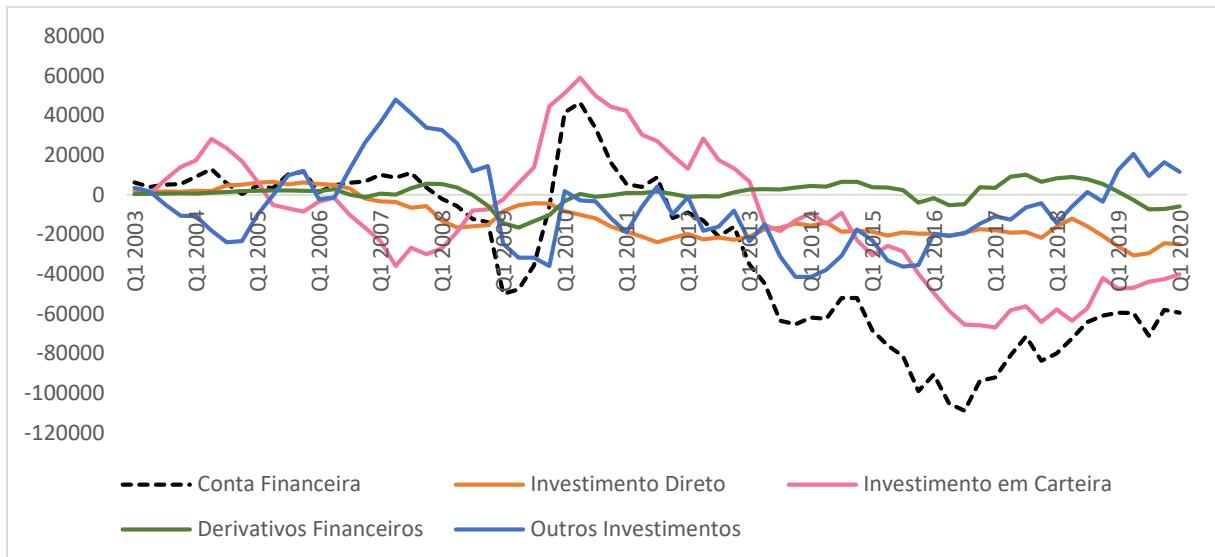
De qualquer forma, o que queremos destacar com a análise desenvolvida acima é que, do ponto de vista das características de sua moeda e de seu mercado financeiro, é possível observar a situação periférica e subordinada que a economia coreana apresenta, sendo fortemente afetada pela dinâmica da liquidez mundial. Ademais, observa-se a fragilização da dinâmica do câmbio e do endividamento dos agentes residentes como consequência do aprofundamento da abertura financeira verificado pós 1997. De outro lado, a dinâmica econômica da Coréia é robusta, as taxas de juros são mais baixas do que a dos países periféricos que têm economias complexas e que estamos analisando, além de a renda per capita ser superior, indo na direção dos resultados dos países centrais.

4.2.2 Análise da dinâmica da Conta Financeira sul-coreana no período 2003 a 2019

Quando abrimos a Conta Financeira e chegamos ao seu “primeiro nível de abertura” apresentado no Gráfico 61 é possível observar os fluxos líquidos de Investimento Direto (ID), Investimento em Carteira (IC), Outros Investimentos (OI) e Derivativos (Der). Nota-se que a expansão dos fluxos de Outros Investimentos lidera a expansão dos fluxos líquidos na primeira fase, mas observa-se que os demais são

negativos, além de que todas as rubricas passam por uma reversão de seus fluxos no aprofundamento da crise de *subprime*.

Gráfico 59 – Coréia do Sul: Conta Financeira (CF) e suas subcontas líquidas (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

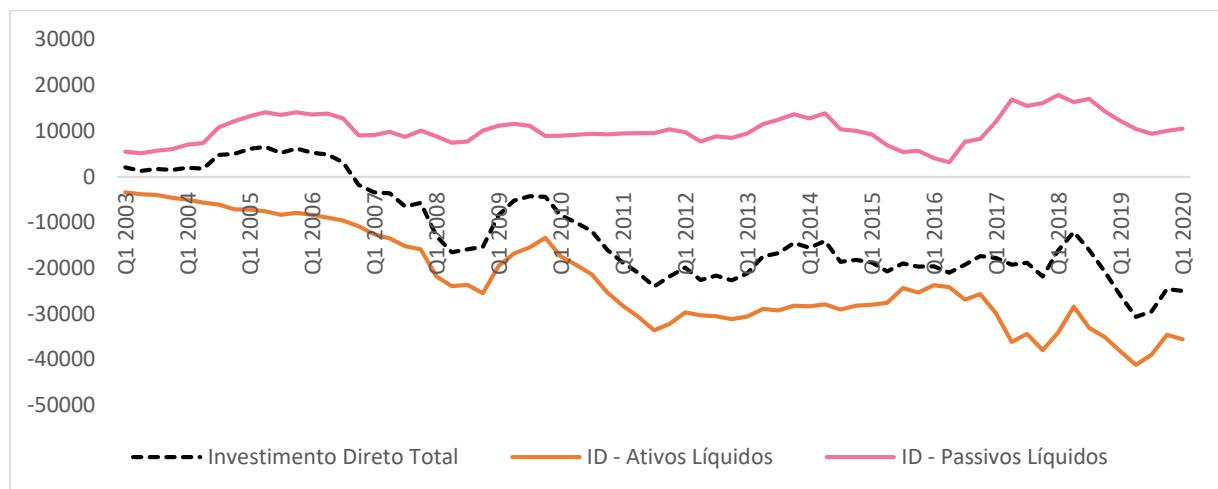
* A Conta Financeira foi obtida através do somatório das contas Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira, Derivativos Financeiros e Outros Investimentos, além de ter sido multiplicada por -1 para facilitar a leitura e compreensão da lógica de entrada dos fluxos financeiros.

Depois disso, observamos que os fluxos de Investimentos em Carteira puxam a retomada entre 2003 e 2011, e que os demais fluxos líquidos ficam contidos. Depois de 2013 observa-se a forte volatilidade dos fluxos, sendo que seus valores líquidos são essencialmente negativos, exceto o de Derivativos, que como na maioria dos países apresenta valores modestos. Destacam-se, especialmente, os valores líquidos negativos dos Investimentos em Carteira, mas também os Outros Investimentos apresentam esse resultado. Quanto aos Investimentos Diretos (ID), seus volumes líquidos são menores do que os de Investimentos em Carteira (IC) e de Outros Investimentos (OI), e um comentário adicional é de que apresentam continuamente um resultado líquido negativo. O que teria ocorrido para esses fluxos líquidos apresentarem valores negativos, alguns deles entre 2003 e 2008 e também depois de 2011? Estaria havendo um movimento de saída de capitais de estrangeiros nesses momentos (passivos)?

Note-se que não é isso que ocorre, sendo que o resultado tem a ver com o comportamento dos Residentes. Assim, para compreender essa dinâmica, mais uma

vez, é preciso abrir essas contas (segundo e terceiro níveis de abertura), sendo que fica claro o fato de que não é possível analisar o comportamento da dinâmica dos fluxos financeiros observando-se, meramente, os fluxos líquidos.

Gráfico 60 – Coréia do Sul: Investimento Direto (ID) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

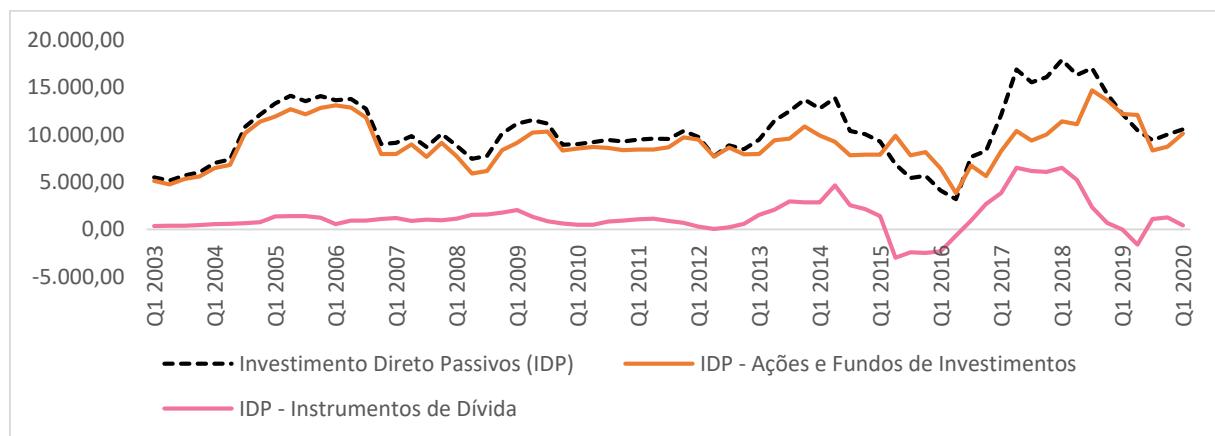
* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Investimentos Diretos de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

Analizando-se o Gráfico de Investimentos Diretos é possível observar essa dinâmica. Nota-se que o fluxo de Investimentos no país (passivos) é menor do que o fluxo de Investimentos Diretos no exterior (ativos), o que indica que está havendo uma saída de capitais contínua e volumosa de Residentes para efetuar Investimentos diretos no exterior. Isso tem ocorrido nos momentos de liquidez e, também, de piora conjuntural, destacando-se a saída mais profunda de recursos desses momentos, como em 2008 (crise de *subprime*) e também em 2011 (crise dos bancos europeus). É essa vigorosa saída de recursos para aplicar no exterior que explica o resultado líquido negativo dos Investimentos Diretos a partir de 2006, quando esses fluxos de saída ficam maiores do que os fluxos de entrada líquidos de estrangeiros (passivos).

No entanto, é possível observar que existe também uma entrada expressiva de recursos de estrangeiros (passivos) relativos aos Investimentos Diretos (ID) no país, sendo que o volume é continuamente positivo. Estes se arrefecem entre 2015 e 2016, período em que os Estados Unidos passam a aumentar sua taxa básica de juros.

Para analisar melhor o perfil dos ingressos líquidos de Investimentos Diretos de estrangeiros (passivos), abrimos essa conta. Observamos que os fluxos se concentram na compra de ações, referentes à participação no capital em uma empresa, acima de 10% das ações ordinárias. A rubrica de ID Passivos em instrumentos de dívidas é bastante baixa até 2013, mas apresenta uma expansão desde então. Isso nos mostra que a conta de Investimentos diretos deve ser analisada com mais cautela, pois parte dos recursos não se referem a qualquer conceito de investimento, mas sim, se relaciona com os empréstimos intercompanhias ou reinvestimentos (Gráfico 63).

Gráfico 61 – Coréia do Sul: Investimento Direto Passivos (IDP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)

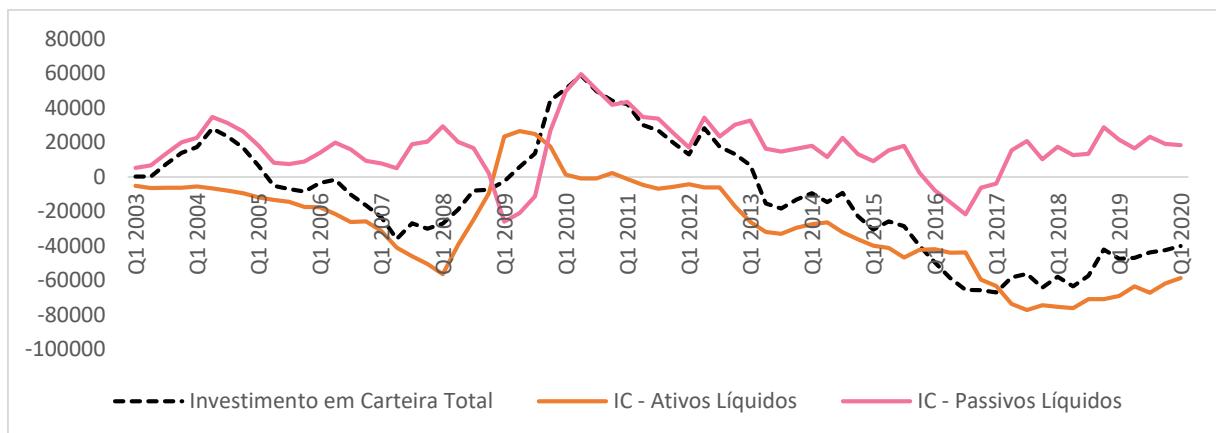


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

No que se refere aos fluxos de Investimentos em Carteira, o Gráfico 64 nos mostra os fluxos líquidos de residentes (ativos) e de estrangeiros (passivos).

Mais uma vez, nota-se que o resultado negativo da conta, exceto em 2008/2009 tem a ver com os fluxos de residentes efetuando aplicações em títulos de renda fixa e em ações no exterior (também via Fundos de Investimento). Essas aplicações no exterior vão se aprofundando desde o final da crise de *subprime*, com mais expressão depois de 2013 e os volumes superam os fluxos de entrada líquidos dos estrangeiros (Investimentos em Carteira Passivos).

Gráfico 62 – Coréia do Sul: Investimento em Carteira (IC) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Investimentos em Carteira de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

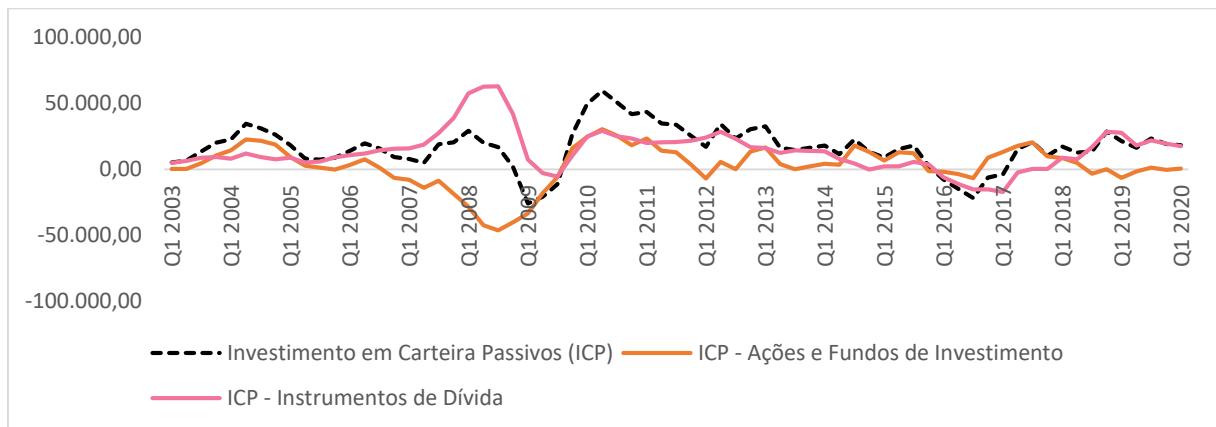
Assim, o resultado líquido da conta de Investimentos em Carteira tem a ver com esse fenômeno e não com uma dinâmica negativa de entrada de estrangeiros. Na verdade, quando analisamos o fluxo de Investimentos em Carteira Passivos (Gráfico 65) vemos que o seu comportamento se assemelha à dinâmica dos Investimentos em Carteira de Estrangeiros observados nos demais países periféricos que analisamos. Eles seguem essencialmente os ciclos de liquidez, sendo que após 2013 são fortemente voláteis. No caso da Coréia é preciso destacar a queda dos volumes dos fluxos de IC PASSIVOS entre 2013 e 2016, fase em que os Estados Unidos anuncia sua reversão da política de liquidez e em que aumenta sua taxa de juros básica.

Abrindo-se o fluxo de IC PASSIVOS (Gráfico 65), nota-se que na primeira fase de liquidez dos anos 2000 (2003 primeiro semestre de 2008) os estrangeiros entram rapidamente comprando títulos de renda fixa (instrumentos de dívida), como também aplicando em “Ações e Fundos de Investimento” vinculados a coreanos.

No entanto, quando a Crise de *subprime* começa a se apresentar em 2007 as aplicações em “Ações e Fundos de Investimentos” cai rapidamente, enquanto que as aplicações em “Títulos de Renda Fixa” permanecem, só indo reverter no final de 2008, quando a crise se aprofunda. Após 2009, ambas as contas apresentam um comportamento semelhante, apresentando-se o retorno desses fluxos a partir do final

de 2009. De outro lado, também é possível observar a volatilidade desses fluxos desde então.

Gráfico 63 – Coréia do Sul: Investimento em Carteira Passivos (ICP) detalhado entre Instrumentos de Dívida e Ações e Fundos de Investimento (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões)



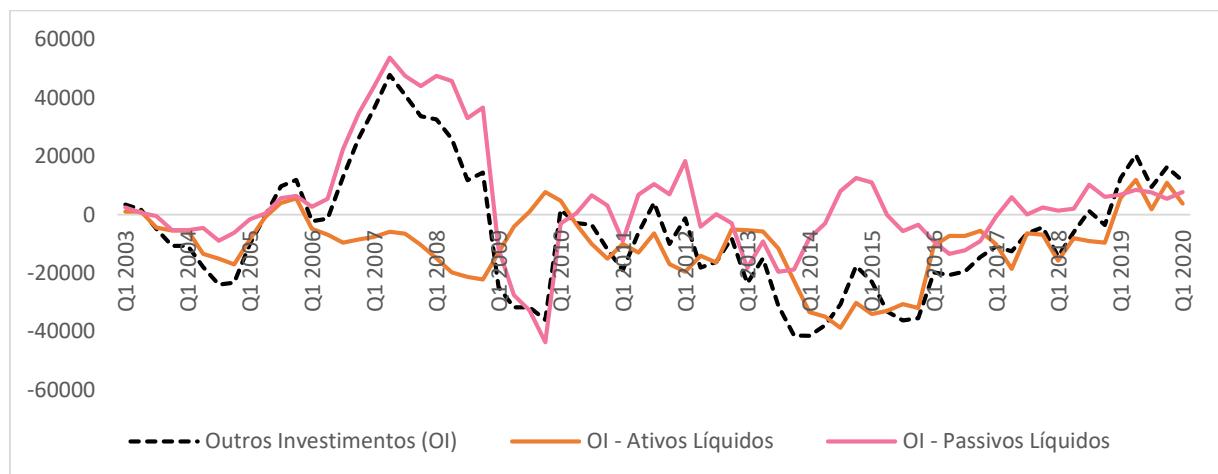
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics*.

Por fim, a conta de Outros Investimentos nos mostra que, também nesse caso, o comportamento dos Residentes é a principal explicação para o resultado negativo dessa conta, mas é importante analisa-la com detalhe, pois os controles dos mercados de derivativos, comentados anteriormente afetam fortemente os resultados que se observarão após 2009.

No caso dos fluxos de Residentes (OI ATIVOS), note-se que se apresenta uma saída contínua de recursos, indicando que bancos residentes estão efetuando empréstimos para o exterior (Gráfico 66). Depois da crise de *subprime* esses empréstimos são mais voláteis, indicando que os prazos desses empréstimos são menores. Ademais, os volumes são superiores (ainda que não expressivamente) dos observados na primeira fase de liquidez.

Quanto ao fluxo de estrangeiros (Outros Investimentos Passivos), podemos observar que na primeira fase de liquidez (2003-2008) ocorre uma forte entrada de recursos, indicando que bancos estrangeiros estão emprestando recursos para coreanos de forma crescente. Ora, quem está recebendo esses recursos? Vimos que foram os bancos Coreanos (nacionais e estrangeiros que se estabeleceram no país) que efetuaram vultosos empréstimos de curto prazo com bancos do exterior, em dólar.

Gráfico 64 – Coréia do Sul: Outros Investimentos (OI) dividido entre ativos e passivos (dados trimestrais acumulados em 4 trimestres em US\$ milhões) *



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

* Os Ativos Líquidos foram multiplicados por -1 para apresentar o resultado dos Outros Investimentos de acordo com a lógica de entradas e saídas de recursos.

Já comentamos também, que esses empréstimos arrefecem na crise do *subprime*, o que problematiza fortemente os bancos sul-coreanos, afetando tanto o câmbio como os exportadores que estavam operando no mercado futuro de câmbio. Vimos também que as Autoridades Monetárias da Coréia estabelecem regras de atuação no mercado de derivativos de câmbio de balcão (OTC) definindo limites para a atuação de bancos e exportadores. Isso levou à limitação de operações de *hedge* e especulativas, de forma que reduziu os ganhos de arbitragem dos bancos. Com isso, depois de 2009 se observou uma queda da tomada de empréstimos no exterior por parte dos bancos coreanos (nacionais e de estrangeiro estabelecidos no país) e isso é visualizado no Gráfico 66. Após este período, podemos observar que o volume de tomada de empréstimos bancários do exterior é bem menor, mas continua ocorrendo, sendo que se apresenta uma importante volatilidade, indicando que os prazos desses empréstimos continuam baixos.

Ou seja, o que a abertura da Conta Financeira nos mostra é o movimento dos Estrangeiros entrando no país seguindo a dinâmica da liquidez internacional, observando-se o menor ingresso e a maior instabilidade dos fluxos depois de 2013. Para o caso da entrada de recursos é importante destacar o papel dos bancos sul-coreanos pegando dinheiro emprestado no exterior para fazer arbitragem.

De outra parte, de forma diferente à observada no Brasil e na Turquia, o fluxo de residentes aplicando no exterior é constante e considerável suplantando o de estrangeiros. Ora, note-se que considerando a dinâmica da economia sul-coreana e os níveis de renda média que liga essa economia e um perfil de economia avançada, pode-se considerar que esses capitais de residentes estão se dirigindo a mercados que apresentam potencial de alta rentabilidade, por apresentarem juros mais altos do que os seus próprios (o dos países periféricos).

4.2.3 Análise da volatilidade da Conta Financeira da Coréia do Sul

Assim como para os outros países efetuamos a análise da volatilidade, considerando a metodologia especificada no Capítulo 2, sendo que queremos destacar quais foram os principais fluxos que influíram na variância da Conta Financeira. A Tabela 4 apresenta os resultados do estudo do peso de cada um dos fluxos e sub fluxos na variância da Conta Financeira, bem como estão apresentados o Desvio padrão de cada uma delas, as médias de resultados negativos e também a volatilidade ponderada.

Analizando-se os componentes que mais influenciam na variância da conta financeira, vemos que os Outros Investimentos e os Investimentos em Carteira são os que mais influenciam na variância. São seguidos, bem atrás pelos Outros Investimentos. Note-se que o Desvio Padrão dos Investimentos em Carteira é superior ao dos Outros Investimentos, mas como essa segunda conta apresenta volumes maiores acaba pesando mais na sua influência. Ainda assim, é importante destacar que ambas as contas são voláteis. Quando abrimos os cada uma dessas grandes contas e chegamos ao “terceiro nível de abertura”, vemos que os Investimentos em Carteira de Estrangeiros em “Instrumentos de dívida” (Títulos de Renda Fixa) e em “Ações e Fundos de Investimento” estão entre os subfluxos que mais influenciam a conta financeira (19% e 10,3%), como também o relativo a Investimentos em Carteira de Residentes em “instrumentos de dívida” (12,86%), sendo que eles apresentam elevados desvios padrões. Isso, associado ao expressivo volume explicam sua influência na variância da Conta Financeira, mostrando o perfil com um viés de grande instabilidade dos fluxos de Investimentos em Carteira, sendo que no caso da Coréia do Sul, isso se aplica, tanto a residentes, quanto a estrangeiros.

Tabela 4 – Coréia do Sul: Volatilidade ponderada das subcontas da Conta Financeira (1º trimestre de 2003 ao 1º trimestre de 2020)

Conta	Impacto na variância	Desvio Padrão	N*	Média dos saldos negativos	Volatilidade Ponderada
Conta Financeira (CF)	100%	12478,25	23	-5027,56	1,54
Investimento Direto ID)	9,90%	2984,61	10	-1481,76	0,37
ID Ativos Líquidos (IDA)	11,13%	2919,51	0	-	0,36
IDA - Ações e Fundos de Investimento	9,06%	2543,21	0	-	0,31
IDA - Instrumentos de Dívida	2,07%	690,48	7	-301,97	0,09
ID Passivos Líquidos (IDP)	-1,24%	1392,08	68	-2688,93	0,17
IDP - Ações e Fundos de Investimento	0,00%	1199,71	68	-2350,20	0,15
IDP - Instrumentos de Dívida	-1,23%	747,23	56	-559,52	0,09
Investimento em Carteira (IC)	23,77%	9716,94	22	-8104,60	1,20
IC Ativos Líquidos (ICA)	18,89%	7460,72	8	-4181,76	0,92
ICA - Ações e Fundos de Investimento	6,03%	4429,46	7	-2312,77	0,55
ICA - Instrumentos de Dívida	12,86%	4347,40	15	-1848,07	0,54
IC Passivos Líquidos (ICP)	29,77%	7530,93	52	-7348,92	0,93
ICP - Ações e Fundos de Investimento	10,74%	5952,12	40	-4444,38	0,74
ICP - Instrumentos de Dívida	19,03%	5723,33	55	-5493,60	0,71
Derivativos Financeiros (DF)	3,61%	1917,11	45	-1145,32	0,24
DF Ativos Líquidos (DFA)	0,00%	0,00	0	-	-
DF Passivos Líquidos (DFP)	0,00%	0,00	0	-	-
Outros Investimentos (OI)	37,83%	8819,15	31	-5828,72	1,09
OI Ativos Líquidos (OIA)	10,38%	5335,29	23	-2797,57	0,66
OIA - Other Equity	-0,02%	182,56	2	-98,90	0,02
OIA - Instrumentos de Dívida	10,39%	5346,36	23	-2864,71	0,66
OI Passivos Líquidos (OIP)	27,45%	8304,50	39	-6223,16	1,03
OIP - Other Equity	0,07%	56,45	26	-61,79	0,01
OIP - Direitos Especiais de Saque	0,95%	435,08	2	-1820,27	0,05
OIP - Outros Instrumentos de Dívida	26,44%	8305,28	38	-6337,31	1,03

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *International Financial Statistics* (FMI).

Apesar disso, um fato a se destacar, com relação aos fluxos financeiros da Coréia é o de que o sub fluxo que mais influência na variância da Conta financeira é o relativo a “OI PASSIVOS - Outros Instrumentos de Dívida”, que se refere a empréstimos de bancos estrangeiros a agentes que residem na Coréia do Sul. Como vimos, os principais tomadores desses empréstimos estrangeiros são os bancos coreanos (nacionais e estrangeiros residentes no país) que efetuam empréstimos de curto prazo para efetuar operações de arbitragem. Mesmo depois do controle do mercado de derivativos eles continuaram fazendo isso, mesmo em volumes menores. Tomando-se o período total analisado esses fluxos, sozinhos, foram responsáveis por 26,44% da volatilidade da Conta Financeira. Além do mais, também foram os que apresentaram o maior desvio padrão.

Dessa forma, podemos ver a fragilidade dos bancos coreanos frente a essa dinâmica, ainda que essa performance possa gerar muita rentabilidade. De outra parte vemos a forte dinâmica de ingresso de estrangeiros no mercado de capitais coreanos, como também de residentes dirigindo-se a mercados de capitais externos. Assim, à despeito da dinâmica estável do PIB ao longo dos anos 2000, o que observamos é o potencial de vulnerabilidade que está por detrás do movimento de abertura financeira em um país que não tem moeda forte, como a Coréia.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com a emergência do neoliberalismo como regime de acumulação de capital característico das economias capitalistas a partir de 1980, culminou na ascensão das finanças desreguladas e desenvolvimento da globalização financeira como fenômeno que marcou uma nova fase de transformações estruturais tanto dos países centrais quanto dos periféricas, de modo que as economias mundiais se tornaram altamente integradas através dos volumosos fluxos de recursos financeiros transacionados entre os mercados internacionais. A partir deste contexto, os defensores dos processos de abertura e liberalização financeira como meio de superação das restrições externas para os países periféricos argumentavam que dentro desta configuração do sistema monetário internacional seria possível sanar os problemas estruturais dos balanços de pagamentos através da captação de recursos externos, sendo apenas necessário aderir aos programas de reformas institucionais e desregulamentação propagados.

Todavia, pode-se observar que os países periféricos que aderiram à estratégia de reestruturação neoliberal orientada à abertura e liberalização financeira tornaram-se fortemente expostos à novas formas de vulnerabilidades externas decorrentes da possibilidade que se abriu para os recursos estrangeiros se dirigirem a estes países sem maiores instrumentos regulatórios para garantir a estabilidade destes recursos. Ou seja, com a possibilidade de entrada facilitada de capitais financeiros “com viés de curto prazo”, também se abriam as possibilidades para a rápida reversão destes fluxos de acordo com mudanças conjunturais domésticas e internacionais. De tal modo que, devido à natureza volátil dos capitais financeiros no período pós-1990, as economias periféricas se viram expostas às restrições de suas políticas econômicas, no que diz respeito aos instrumentos de política monetária e cambial, e também à possibilidade de emergência de novas crises financeiras e de balanço de pagamentos.

A perspectiva teórica adotada neste trabalho para analisar a dinâmica dos fluxos de capitais financeiros a partir do contexto do sistema monetário internacional marcado pelos fenômenos da “globalização financeira”, “financeirização da riqueza” e da “hierarquia das moedas”, de modo que observamos uma preponderância da lógica de valorização financeira dos chamados capitais “com viés de curto prazo”. Partindo desta configuração do sistema monetário internacional, destacamos que o movimento destas categorias de capitais ocorre de acordo com as expectativas de rentabilidade oferecida pelos ativos financeiros denominados nas respectivas moedas dos países.

Sendo que, devido à posição hierarquicamente subordinada dos países periféricos, esses precisam ofertar maiores taxas de retorno em seus ativos financeiros para que suas aplicações se tornem mais atrativas aos olhos dos investidores institucionais.

Assim sendo, os movimentos de arbitragem e os padrões de comportamento voltados à rentabilidade de curto prazo, tal como as negociações de “compras na baixa para vender na alta”, passam a afetar profundamente as trajetórias destes fluxos de recursos de modo que as alterações na trajetória da liquidez internacional, que pode ser influenciada tanto por fatores conjunturais assim como por mudanças nas políticas monetárias dos países centrais, na medida em que as respectivas economias foram expostas à abertura e liberalização financeira em seus mercados domésticos.

De modo que as economias periféricas no período pós-1990 entraram em uma condição de forte vulnerabilidade e pressão imposta pela natureza destes recursos financeiros “com viés de curto prazo” e, consequentemente, sua volatilidade mediante os movimentos da liquidez internacional, influenciada fortemente pela conjuntura dos países centrais e suas políticas monetárias. Portanto, os fluxos financeiros dirigidos aos países periféricos não são influenciados pela “boa condução macroeconômica” como argumentado pelo ideário do *Novo Consenso Macroeconômico*, mas sim devido à fatores ligados ao ciclo da liquidez mundial e às expectativas dos “mercados”.

Apesar dos esforços dos países periféricos para se adequarem às exigências dos mercados de capitais globalizados e integrados aos países centrais, se observa que estes países permanecem expostos à eclosão de crises financeiras e mudanças no cenário da conjuntura internacional, podendo ocasionar uma reversão nos fluxos de recursos externos dirigidos a estes países. De tal modo, trabalhamos durante essa dissertação sob a hipótese de que quanto maior for o peso dos fluxos de capitais “com viés de curto”, sobretudo, aqueles capitais sensíveis às mudanças das condições da liquidez internacional e com alta mobilidade através dos mercados financeiros, tanto maior será o cenário de vulnerabilidade que os países estarão expostos à reversão dos recursos.

No caso brasileiro, podemos observar uma predominância da participação dos estrangeiros (passivos) na composição das rubricas da Conta Financeira, de tal modo que esse peso significativo das aplicações de recursos externos frente aos residentes (ativos) aponta para o mercado doméstico do Brasil como um destino importante para

o circuito internacional de valorização financeira. Dessa forma, podemos observar que dentre as rubricas referentes aos fluxos de recursos estrangeiros (passivos) há uma sensibilidade considerável em relação ao movimento da liquidez internacional e suas decisões de aplicações para os títulos denominados em real, sendo possível notar os fluxos de entradas e saídas coincidindo com fases de perturbações na conjuntura da economia mundial. E, dentre as rubricas mais relevantes para a Conta Financeira, se destacam as rubricas de Investimento Direto (IC) e Investimento em Carteira (IC). A primeira apresentou um predomínio durante a primeira metade do período analisado, mas também mostrou ser uma fonte de entrada de recursos constante em relação às demais rubricas. Já a segunda, se mostrou ser a rubrica que mais contribuiu para a volatilidade da Conta Financeira em todo o período, sobretudo, a partir dos fluxos de entradas e saídas de estrangeiros (passivos).

No caso turco, ao abrirmos o detalhamento das rubricas da Conta Financeira também encontramos uma predominância da participação de estrangeiros (passivos) na composição de cada uma destas, talvez a única que tenha participação expressiva de residentes (ativos) seja a rubrica de Outros Investimentos (OI). Podemos observar que, dentre as rubricas da Conta Financeira, apenas os Derivativos Financeiros não apresentaram resultado expressivo, enquanto as demais rubricas forma importantes fontes de aplicação durante todo o período, destacando a participação da rubrica de Outros Investimentos (OI) e de Investimentos em Carteira como as principais fontes que contribuíram para a volatilidade da Conta Financeira Total. Neste ponto, se torna importante acrescentar um comentário sobre a economia turca referente à capacidade de promoção de elevadas taxas de juros de modo a realizar a manutenção do patamar de rentabilidade dos ativos financeiros denominados em lira. Portanto, observamos que o forte ingresso de recursos externos foi viabilizado por três fatores essenciais: o processo de abertura financeira, as condições de liquidez internacional, além dos altos diferenciais de juros ofertados pelo país, tornando uma economia fortemente instável e subordinado à conjuntura internacional, sobretudo, em relação às pressões que os fluxos de capitais financeiros geram sobre as taxas de câmbio e juros.

No caso russo, a dinâmica dos fluxos de capitais difere significativamente dos casos de Brasil e Turquia uma vez que se observa importantes movimentos dos fluxos de recursos tanto por residentes (ativos) como estrangeiros (passivos). Ao analisar o primeiro nível de abertura da Conta Financeira se observa valores pouco expressivos

das contas líquidas, no entanto, isso esconde uma intensa dinâmica de movimentação de entrada de recursos estrangeiros (passivos) e saída de residentes (ativos) de modo que ambos os movimentos tendem a se equilibrar. Outra diferença que se observa no caso russo é o peso que a rubrica de Outros Investimentos (OI) apresenta na Conta Financeira Total, sobretudo, a partir da forte expansão de tomada de empréstimos bancários no exterior. Todavia, podemos notar, também, que a dinâmica das rubricas apresentou um movimento que acompanhou as mudanças de trajetória da liquidez internacional durante praticamente todo o período, com a exceção do período em que ocorria a Guerra da Criméia, fase de forte retração dos recursos dirigidos ao país.

No caso sul-coreano, podemos observar que há uma diferença significativa das experiências anteriores. Se distanciando dos casos de Brasil e Turquia, na Coréia do Sul há uma intensa participação das aplicações realizadas por residentes (ativos) em relação aos estrangeiros (passivos), e mesmo assim, o país se manteve um receptor de recursos externos durante todo o período analisado. Assim sendo, tendo em vista a forte participação dos residentes (ativos) na dinâmica financeira o caso sul-coreano também acaba se distanciando do caso russo, não em termos do peso exercido pelos residentes, porém em relação à instabilidade e volatilidade do mercado financeiro do país. A Coréia do Sul se afasta do caso russo, sobretudo, em razão da estabilidade de sua dinâmica financeira que, mesmo em períodos de turbulência e instabilidade se manteve como um ambiente favorável às aplicações financeiras, sejam oriundas dos residentes como também de estrangeiros. Sendo que as rubricas mais importantes da Conta Financeira foram os Investimentos em Carteira (IC), que ganharam importância no período pós-2012, com destaque a participação de residentes (ativos) fora do país, e a rubrica de Outros Investimentos (OI), que teve um peso maior durante a primeira metade do período e, ainda assim, manteve sua importância nos anos seguintes.

A análise dos fluxos financeiros dirigidos aos países periféricos estudados nos mostrou que os fluxos de estrangeiros (passivos) seguem, basicamente a dinâmica da liquidez mundial. Ainda assim, foi possível observar que para cada país, especificamente, ocorrem momentos de maior volatilidade quando ocorrem problemas conjunturais mais graves no país em questão. No caso do período considerado destacamos a especificidade, por exemplo do período da Guerra da Criméia, na Rússia; o período relativo ao *impeachment* da Presidenta seguido de profunda desaceleração no Brasil; o aumento da pressão inflacionária na Turquia e a

queda de braço entre seu presidente e o Banco Central. De modo que essas foram fases adicionais de problematização.

Ainda assim, note-se que, de forma geral, a dinâmica dos fluxos tem a ver, essencialmente com a liquidez global que, nos anos 2000 esteve fortemente articulada aos acontecimentos dos países centrais, e mais fortemente com a política econômica norte-americana.

Outro resultado importante, refere-se à verificação de que a Conta Financeira de cada um dos países sofre de importante volatilidade, sendo que esses movimentos de expansão e retração de recursos geram um cenário de instabilidade, na medida em que essa volatilidade afeta o câmbio (e a inflação pelo impacto da variação do câmbio), os juros e a dívida pública. Nesse último caso, vimos a correlação dessa dinâmica com a dívida, na medida em que, mesmo em situação de câmbio flutuante, há contínua atuação dos bancos centrais dos países estudados para evitar valorizações ou desvalorizações profundas do câmbio. Por um lado, a dinâmica de excesso de entrada de recursos gera dívida interna, na medida em que o governo compra o excesso de recursos e em seguida desmonetiza, lançando títulos da dívida interna. Por outro lado, nos momentos de saídas de capitais, o governo vende suas reservas em situação de falta de divisas. Se a saída de capitais é profunda, o movimento gera dívida externa, quando o Governo toma divisas para fechar o Balanço de Pagamentos no nível de câmbio considerado pela autoridade monetária.

Para além dos resultados apresentados, que corroboram a instabilidade a que os países periféricos se submetem quando efetuam seus processos de abertura, é importante também levantar as especificidades que encontramos na comparação entre os países, mostrando que a institucionalidade de seus mercados financeiros, importa. O primeiro ponto a ser destacado é que todos os países analisados efetuaram processos de abertura profundos ao longo dos anos 1990, conforme descrito na dissertação. Ademais, todos esses países também desenvolveram seus mercados de capitais, tendo um leque de instrumentos de dívida a serem oferecidos a estrangeiros que queiram comprar títulos vinculados a residentes.

Isso, no entanto, não quer dizer que todos tenham a mesma dinâmica financeira (além de econômica, é claro). Vejamos algumas comparações que consideramos esclarecedoras.

No caso do Brasil, as contas de Investimento Direto, de Investimento em Carteira e de Outros Investimentos é dominada pelo fluxo de estrangeiros, o que também ocorre no caso da Turquia. Isso indica que no caso de todos os fluxos não há saídas expressivas de residentes. Esses permanecem essencialmente no próprio mercado financeiro doméstico efetuando suas aplicações. Isso nos mostra que esses países têm mercados financeiros sofisticados. Mas, outra questão adicional é a de que ambos os países apresentam altas taxas de juros básicos e também de ponta, o que mantêm o capital no país.

De outra parte, justamente por isso, atrai fortemente o capital de estrangeiros, que se dirigem para esses países nos momentos de liquidez.

Em ambos os países a captação de Investimentos em Carteira de Estrangeiros é muito importante. No Brasil ela se apresenta como a segunda em volume da captação, perdendo para os Investimento Direto de Estrangeiros. Na Turquia, ela também é a segunda em volume de captação, perdendo para a conta de Outros Investimentos de Estrangeiros.

Já nos casos da Rússia e da Coréia do Sul, para todas as grandes contas do Balanço de Pagamentos, tanto estrangeiros quanto residentes são importantes. Ou seja; os residentes efetuam um intenso movimento de aplicações no exterior: de Investimentos Diretos, de Investimentos em Carteira, de Outros Investimentos.

No caso da Rússia, note-se que o país também apresenta altas taxas de juros e é classificado como “emergente e em desenvolvimento” pelo FMI, tal como o são o Brasil e a Turquia. Isso significa que sua renda média o mantém nessa classificação. A saída forte de capitais de residentes, à despeito da alta taxa de juros, tem uma determinação importante, continuamente destacada pelos analistas da dinâmica financeira do país: a de que ela está, em parte, ligada a mecanismos de lavagem de dinheiro. Diferentes estudos têm mostrado essa questão, indicando que parte do capital que sai vai para paraísos fiscais e que existe uma grande magnitude que, inclusive, não é declarada e retorna ao país na forma de Investimentos Diretos e Investimentos em Carteira de Estrangeiros. Destaca-se especialmente as saídas de capital pela conta Outros Investimentos de residentes.

Já no caso da Coréia, também ocorre o mesmo fenômeno da Rússia, de que em todas as grandes contas, tanto o fluxo de residentes, quando o de estrangeiros

ser importantes. Diferentemente do caso Russo, do Brasil e da Turquia, as taxas de juros coreanas apresentam níveis convergentes com a dos países centrais.

A sua própria dinâmica econômica mais estável e os níveis de renda média alcançados provocaram a sua classificação para o nível de “país avançado”, pela classificação do FMI. A forte abertura, aliada a baixos juros domésticos e a altos lucros internos explicam a saída de capitais na busca de novas oportunidades, explicando a dinâmica de saída, tanto de Investimentos Diretos, quanto de Investimentos em Carteira. Isso gera, paralelamente, ganhos com remessas de juros e lucros, contabilizados na Conta Rendas de Transações Correntes.

Ainda que apresente esse comportamento mais convergente com o dos países centrais, observamos, paralelamente também forte ingresso de capitais de Estrangeiros, como também fortes movimentos de reversão provocados pela dinâmica da liquidez mundial, indicando o caráter subordinado desse mercado. Destaca-se, por exemplo, a fragilidade do sistema bancário, sendo que na primeira fase de liquidez, esses bancos que residem no país efetuaram vultosos empréstimos no exterior para ganhar com esquemas de *carry-trade* e no mercado de derivativos através de empréstimos de curso prazo, voláteis e passíveis de não repactuação. Se por um lado apresenta-se uma dinâmica convergente com a dos países centrais, de outro, também se observa a questão de que a Coréia também pode ser um mercado para ganhos especulativos, especialmente de Investimentos em Carteira.

Queremos destacar o caso do Brasil que é o país que recebe os maiores volumes de Investimentos em Carteira e de Investimentos Diretos de estrangeiros dentre todos os países, sendo o único país no qual os Investimentos Diretos são o fluxo líquido mais importante.

Se considerarmos apenas os volumes dos fluxos de Estrangeiros:

- (i) Os Investimentos Diretos PASSIVOS para o Brasil são os mais volumosos dentre todos. Para se ter uma ideia, o volume máximo dirigido ao Brasil chegou a US\$112.451 milhões enquanto que na Rússia chegou a US\$80.312 milhões; na Turquia, a US\$ 28.492 milhões e na Coréia do Sul, a US\$ 17.912 milhões.
- (ii) Os Investimentos em Carteira PASSIVOS para o Brasil também foram os mais volumosos. O volume máximo dirigido ao Brasil chegou a US\$ 71.648 milhões

enquanto que para a Rússia foi de US\$ 19.311 milhões; na Turquia de US\$ 43.829 milhões e na Coréia do Sul de US\$ 59.762 milhões.

(iii) Ainda que os fluxos de Outros Investimentos tenha sido o mais importante em termos de volume captação para Turquia, Rússia e Coréia do Sul, o destaque dessa captação vai para a Rússia, sendo que esse volume chegou a US\$ 140.777 milhões. Para a Coréia do Sul essas captações líquidas chegaram a US\$ 53.835 milhões; para a Turquia a US\$ 56.300 milhões e para o Brasil a US\$51.108 milhões.

Assim, vemos que para todos os países os volumes de ingressos de capitais são mais expressivos, mas destacamos a especificidade do Brasil como grande mercado de aplicações financeiras em títulos: de “renda fixa” (instrumentos de dívida), contabilizados na conta de Investimento em Carteira e “em ações e fundos de investimento”, contabilizados na conta de Investimentos em Carteira e de Investimento Diretos. É um perfil altamente especulativo, na medida em que esses fluxos apresentam alta volatilidade (vide o desvio-padrão).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKYUZ, Y. & BORATAV, K. The Making of the Turkish Financial Crisis. **World Development**, v. 31, n. 9, p. 1549-1566, 2003.
- ALLEN, F. ET AL. African financial systems: A review. **Review of Development Finance**, v. 1, p. 79-113, 2011.
- ALMEIDA, C. P. C. Dinâmica Volátil dos Fluxos de Capitais e Vulnerabilidade Financeira em Países da América do Sul: Fatores Determinantes e Análise de Propostas para a sua Redução. **Tese (Tese de Doutorado em Economia)**, Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2016.
- ANDRADE, R. P. & PRATES, D. M. Exchange rate dynamics in peripheral monetary economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, n. 3, p. 399-416, Spring, 2013.
- ARESTIS, P. & TERRA, F. Economic Policies to Improve the Current State of the Brazilian Economy. **Challenge**, v. 58, n. 6, p. 532-549, 2015.
- BELLUZZO, L. G. & GALÍPOLLO, G. O Brasil e a Força do Soft Power. In: BELLUZZO, L. G. & GALÍPOLO, G. **Manda quem pode, obedece quem tem prejuízo**. São Paulo: Editora Contracorrente, p. 127-178, 2017
- BIANCARELI, A. M. A Globalização Financeira e os Países em Desenvolvimento: em busca de uma visão crítica, **Trabalho apresentado no I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**, 2008.
- BIANCARELLI, A. M. A Era Lula e sua questão econômica principal: crescimento, mercado interno e distribuição de renda. **Revista de Estudos Brasileiros**, Brasil, n. 58, p. 263-288, 2014.
- BIELSCHOWSKY, R. Estratégia de desenvolvimento e as três frentes de expansão no Brasil: um desenho conceitual. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 21, Número Especial, p. 729-247, dez., 2012.
- BPIIPM. **Balance of Payments and International Investment Position Manual (Sixth Edition BPM6)**. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2009.
- BRAGA, J. C. S. Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas, SP: UNICAMP-IE, **Coleção Teses**, 2000.
- CAGNIN, R. F. Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, p. 256-273, 2009.
- CARCANHOLO, M. D. Abertura Externa e Liberalização Financeira: Impactos sobre o crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. **Tese (Tese de Doutorado em Economia)**, IE - UFRJ, Rio de Janeiro 2002.

CARCANHOLO, M.D. Dialética do Desenvolvimento Periférico: Dependência, Superexploração da Força de Trabalho e Política Econômica. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p. 247-272, 2008.

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 8, n. 2 (13), p. 57-92, dezembro, 1999.

CARVALHO, F. C. Foundations of Post Keynesian Economics: The Concept of a Monetary Economy. IN: CARVALHO, F. C. **Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy**. Edward Elgar Publishing Limited, 1992.

CARVALHO, L. **Valsa Brasileira: Do boom ao caos econômico**. São Paulo: Editora Todavia, 1º edição, 2018.

CHANG, H. Interpreting the Korean crisis: financial liberalisation, industrial policy and corporate governance. **Cambridge Journal of Economics**, v. 22, p. 735-746, 1998.

CHANG, H. **Kicking away the ladder: Development strategy in historical perspective**. London: Anthem, 2002.

CHESNAIS, F. **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1999.

CHICK, V. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança do investimento e dos juros. Porto Alegre: **Ensaios FEE**, v. 15, n. 1, p. 9-23, 1994.

CHOI, C. Subordinate financialization and financial subsumption in South Korea. **Regional Studies**, v. 54, n. 2, p. 209-218, 2018.

CINTRA, M. A. M. O Financiamento das Contas Externas Brasileiras: 1995-2014. In: SQUEFF, G. C. (org) **Dinâmica Macrossetorial Brasileira**, Brasília: IPEA, p. 131-177, 2013

CORRÊA, V. P. & DOS SANTOS, C. H. Modelo de Crescimento Brasileiro e Mudança Estrutural: Avanços e Limites. In: CORRÊA, V. P. (org.) **Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro**. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, p. 19-55, 2013.

CORRÊA, V. P. & PEREIRA, V. D. P. Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa equação no período pós-2008. In: LASTRES, M. M. H. ET AL. (orgs). **O Futuro do Desenvolvimento**. Campinas, São Paulo: IE-Unicamp, p. 113-160, 2016;

CORRÊA, V. P. & XAVIER, C. L. Modelo de crescimento, dinâmica do balanço de pagamentos e fragilidades. In: CORRÊA, V. P. (org.) **Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro**. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, p. 59-117, 2013.

CORRÊA, V. P. A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento. **Tese (Tese de Doutoramento em Economia)**, Campinas: IE-Unicamp., 1995.

CORRÊA, V. P. Liberalização financeira e vulnerabilidade externa para os países que não têm moeda forte: uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira. **Anais do XI Encontro Nacional de Economia Política**. VITÓRIA: SEP, v. 1, p. 1-25, 2006.

COUTINHO, L. & BELLUZZO, L. G. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 7, n. 2, p. 137-150, dezembro, 1998.

COUTINHO, L. G. & BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 7, p. 129-154, dezembro, 1996.

CROTTY, J. & LEE, K. The Effects of Neoliberal “Reforms” on the Postcrisis Korean Economy. **Review of Radical Political Economy**, v. 38, n. 3, p. 381-387, 2006.

CUNHA, A. M. ET AL. O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 37, n.1, 2009.

DE CONTI, B. M. & PRATES, D. M. & PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 23, n. 2 (51), p. 341-372, agosto, 2014.

DE PAULA, L. F. ET AL. COVID-19 e o “pecado original redux”. A Terceira Margem, 28/09/2020. Disponível em: < <https://aterceiramargem.org/2020/09/28/covid-19-e-o-pecado-original-redux/>>. Acesso em 30/09/2020.

EICHENGREEN, B. & HAUSMANN, R. Exchange Rates and Financial Fragility. **National Bureau of Economic Research (NBER)**, Working Paper Series, Cambridge, n. 7418, 1999

EKANADE, O. V. The Dynamics of Forced Neoliberalism in Nigeria Since the 1980s. **Journal of Retracing Africa**, v. 1, n. 1, p. 1-24, 2014.

ERGÜNES, N. Global Integration of Middle-Income Developing Countries in the Era of Financialisation: The Case of Turkey. In: LAPAVITSAS, C. (ed.) **Financialisation in Crisis**, Historical materialism book series, Leiden/Boston: Brill Publishers, p. 217-241, 2012.

FOWOWE, B. Financial Liberalisation and Financial Fragility in Nigeria. **Economic and Financial Review**, v. 48, n. 1, p. 71-92, 2010.

FRITZ, B. & PRATES, D. The new IMF approach to capital account management and its blind spots: lessons from Brazil and South Korea. **International Review of Applied Economics**, v. 28, n. 2, p. 210-239, 2014.

GÜNGEN, A. R. The Neoliberal Emergence of Market Finance in Turkey. In: YALMAN, G. L. ET AL., **Europa Emerging Economies: The Political Economy of Financial Transformation in Turkey**, Routledge Press, p. 163-183, 2019.

KALTENBRUNNER, A. & PAINCEIRA, J. P. Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the brazilian experience. **Cambridge Journal of Economics**, v. 39, n. 5, p. 1281-1306, September, 2014.

KALTENBRUNNER, A. & PAINCEIRA, J. P. Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. **New Political Economy**, v. 23, n. 3, p. 290-313, 2018.

KATENCI, N. Capital mobility in Russia. **Russian Journal of Economics**, v. 1, n. 4, p. 386-403, 2015.

KIM, S. & Yang, D. Y. Managing capital flows: the case of the Republic of Korea. In: KAWAI, M. & LAMBERT, M. B. (ed.) **Managing Capital Flows: The Search for a Framework**, Asian Development Bank Institute & Edward Elgar, p. 280-304, 2010.

LAPAVITSAS, C. **Profiting Without Producing: How Finance Exploit Us All**. Verso: London & New York, 2013.

LEWIS, P. & STEIN, H. Shifting Fortunes: The Political Economy of Financial Liberalization in Nigeria. **World Development**, v. 25, n. 1, p. 5-22, 1997.

LOPREATO, F. L. C. Aspectos da Atuação Estatal de FHC a Dilma. **Texto para discussão – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)**, Brasília, 2015.

MAROIS, T. & GÜNGEN, A. R. The Neoliberal Restructuring of Banking in Turkey Since 2001. In: YALMAN, G. L. ET AL., **Europa Emerging Economies: The Political Economy of Financial Transformation in Turkey**, Routledge Press, p. 135-161, 2019.

MAROIS, T. The Transformation of the State Financial Apparatus in Turkey since 2001. In: YALMAN, G. L. ET AL., **Europa Emerging Economies: The Political Economy of Financial Transformation in Turkey**, Routledge Press, p. 108-132, 2019.

MAROIS, T. The Transformation of the State Financial Apparatus in Turkey since 2001. In: YALMAN, G. L. ET AL., **Europa Emerging Economies: The Political Economy of Financial Transformation in Turkey**, Routledge Press, p. 109-134, 2019.

MAZAT, N. & SERRANO, F. A potência vulnerável de investimento e mudança estrutural da União Soviética a Federação Russa. **Padrões de Desenvolvimento Econômico (1950-2008)**. Brasília: CGEE, 2013.

MAZAT, N. Uma Análise estrutural da vulnerabilidade externa econômica e geopolítica da Rússia. **Tese (Tese de Doutorado) IE-UFRJ**, Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, 2013.

MCKINNON, R. & PILL, H. International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks. **World Development**, v. 26, n. 7, p. 1267-1282, 1998.

MELLO, G. ET AL. O Brasil em Crise: Choque Recessivo, Desmonte do Estado e a “Recuperação Precária”. **Dossiê V da AKB, “O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros”**, 2018.

MEURER, R. Emissão de Títulos da Dívida Pública Brasileira em Reais no Exterior: Contexto e Características. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 18, n. 2, p. 185-209, 2014.

MIHALJEK, D. & PACKER, F. Derivatives in Emerging Markets. **BIS Quarterly Review**, December, 2010.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MIRKIN, Y. & KUZNETSOVA, O. & KUZNETSOV, A. The Financial Depth of Emerging Markets: The Case of Russia. **Competition and Change**, v. 17, n. 2, p. 156-175, 2013.

MUNHOZ, V. C. V. ET AL. A Dinâmica dos Fluxos Financeiros nos Países do BRICS: Uma Análise do Período 2000-2010. **Economia Ensaios**, v. 25, n. 2: Edição especial – BRICS, 2011.

MUNHOZ, V. C. V. Vulnerabilidade externa e controle de capitais no Brasil: uma análise das inter-relações entre câmbio, fluxos de capitais, IOF, juros e risco-país. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 23, n. 2, p. 371-402.

NEDER, H. D. & CORRÊA, V. P. Contas que mais influenciam a volatilidade da conta financeira dos balanços de pagamentos – uma decomposição da volatilidade. **Textos Para Discussão Núcleo de Políticas Públicas e Desenvolvimento (IE/UFU)**, 2010.

NIELSEN, L. Classifications of Countries Based on Their Level of Development: How it is Done and How it Could be Done (IMF Working Paper). **Strategy, Policy and Review Department**, February, 2011.

ORJI, A. ET AL. Real Sector Output and Financial Liberalisation in Nigeria. **Journal of Infrastructure Development**, v. 7, n. 2, p. 136-150, 2015.

OWUSU, E. L. & ODHIAMBO, N. M. Financial liberalisation and economic growth in Nigeria: an ARDL-bounds testing approach. **Journal of Economic Policy Reform**, v. 17, n. 2, p. 164-177, 2014.

PEREIRA, V. D. P. Fluxos de Capitais com viés de Curto-Prazo e Vulnerabilidade Externa do Brasil no período 2000-2014. **Tese (Tese de Doutorado em Economia), IERI-UFU**, Uberlândia, 2015.

PEREIRA, V. P. & CORRÊA, V. P. Vulnerabilidade externa de países periféricos e o perfil da componente financeira do Balanço de Pagamento – uma análise do caso brasileiro entre 2000 e 2014. In: Anpec, Florianópolis, **43º Encontro Nacional de Economia**, 2015.

PERES, S. C. & ARAÚJO, E. C. Inserção externa e desenvolvimento econômico dos BRICS no período pós-Bretton Woods. **Economia Ensaios: Edição especial – BRICS**, v. 25, n. 2, 2011.

POMERANZ, L. Rússia: a estratégia recente de desenvolvimento econômico-social. *Trajetórias Recentes de Desenvolvimento: estudos de experiências internacionais selecionadas*, p. 299, 2009.

POWELL, J. Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and its Non-Financial Corporations. London: SOAS, University of London, 2013.

PRATES, D. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. **Política Econômica em Foco**, n. 7, abril, p. 119-151, 2006.

PRATES, D. Crises Financeiras dos Países “Emergentes”: Uma Interpretação Heterodoxa (**Campinas: IE-Unicamp. Tese de Doutoramento**), 2002.

PRATES, D. M. Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: a economia brasileira na década de noventa. **Dissertação (Dissertação de Mestrado em Economia)**, Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, 1997.

RAPOSO, B. F. ET AL. Padrão de reprodução do capital no capitalismo dependente e financeirizado. In: XXIII Encontro Nacional de Economia Política, Niterói, 2018. **Anais do XXIII Encontro Nacional de Economia Política**, 2018

REIS, C. F. B. Securitização dos bancos: razões históricas, econômicas e políticas. Boletim de Informações da FIPE (Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas), Universidade de São Paulo, agosto, 2007.

RODRIGUÉZ, O. Sobre la concepción del sistema centro-periferia. In: BATTHYÁNY, K. & CAETANO, G. (eds.), **Antología del pensamiento crítico uruguayo contemporáneo, Colección Antologías del Pensamiento Social Latinoamericano y Caribeño**, CLACSO, Argentina, p. 483-528, 1977.

RUDOMINO, V. ET AT. RUSSIA. Foreign Investment Regulation Review, Seventh Edition, cap. 12, p. 162-178, 2019.

SEGRILLO, A. A diarquia Putin-Medvedev: dimensões da política interna e da política externa. In: **Uma longa transição: vinte anos de transformações na Rússia**. (Org.): ALVES, A. A. M. P., Brasília: Ipea, p. 137, 2011.

SERRANO, F. Continuity and Change in the International Economic Order: Towards a Sraffian Interpretation of the Change in the Trend of ‘Commodity’ Prices in the 2000s.

In: LEVRERO, E. S & PALUMBO, A. & STIRATI, A, **Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Volume 2**, Palgrave Macmillan, p. 195-222, 2012.

SERRANO, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, julho/dezembro, 2002.

SOUZA, H. F. & CORRÊA, V. P. Dinâmica dos fluxos de capitais no Brasil e os ciclos reflexos nos anos 2000. **Anais do Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**, 2018.

SOUZA, H. F. Fluxos de Capitais e Vulnerabilidade Externa: O Estudo da Dinâmica Financeira dos Investimentos Diretos nos Países do BRICS (2000-2019). **Tese (Tese de Doutorado em Economia)**, IERI-UFU, Uberlândia, 2021

SULIMIERSKA, M. Capital account liberalization and currency crises – The case of Central Eastern European countries. In: **International Trade and Finance Association Conference Papers**. Bepress, paper 33, 2008.

TAVARES, M. C. A retomada da hegemonia norte-americana. **Revista de Economia Política**, v. 5, n. 2, abril/junho, 1985.

TAVARES, M. C. Globalização e Estado Nacional. Clacso Consejo Latinoamericano E Ciencias Sociales (ed.), **La Globalización económico-financiera: su Impacto em América Latina** (Buenos Aires: CLACSO), p. 28-38, 2002.

TDR. Trade and Development Report: Beyond Austerity “Towards a Global New Deal”. **United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)**, New York and Geneva, 2017.

TDR. Trade and Development Report: Financing a Global Green New Deal. **United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)**, Geneva, 2019.

TDR. Trade and Development Report: Power, Platforms and the Free Trade Delusion. **United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)**, New York and Geneva, 2018.

TDR. Trade and Development Report: Structural transformation for inclusive and sustained growth. **United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)**, New York and Geneva, 2016.

THS. The Handbook of Statistics (UNCTAD). **United Nations Publications**, Geneva, 2019.

UN. United Nations – **Methodology: Standard Country or Areas Codes for Statistical Use (M49)**, 2019. Disponível em: www.unstats.un.org/unsd/methodology/m49/.

WAEO. West Africa Economic Outlook 2020: Coping with the COVID-19 Pandemic. **African Development Bank**, 2020.

WEO. World Economic Outlook: The Great Lockdown. **International Monetary Fund**, Washington, DC, april, 2020.

WILLIAMSON, J. What Washington Means by Policy Reform. In: WILLIAMSON, J (ed.), **Latin American Readjustment: How Much Has Happened?** Washington Institute for International Economics.

YALMAN, G. L. The Neoliberal Transformation of State and Market in Turkey: An Overview of Financial Developments from 1980 to 2000. In: YALMAN, G. L. ET AL., **Europa Emerging Economies: The Political Economy of Financial Transformation in Turkey**, Routledge Press, p. 51-87, 2019.

YALMAN, G. L. **Transition to Neoliberalism: The Case of Turkey in the 1980s**. Istanbul: Istanbul Bilgi University Press, 2009.

YELDAN, E. On the IMF-Directed Disinflation Program in Turkey. In: BALKAN, N. & SAVRAN, S. (ed.) **The Ravages of Neoliberalism: Economy, Society and Gender in Turkey**. New York: Nova Science Publishers, p. 1-20, 2002.