

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**JOÃO HENRIQUE DE ALMEIDA FERREIRA DOS SANTOS
11521ECO028**

**UMA ANÁLISE DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA DOS PAÍSES
PERIFÉRICOS EM TEMPOS DE CRISE: O CASO DA TURQUIA**

**UBERLÂNDIA
2023**

JOÃO HENRIQUE DE ALMEIDA FERREIRA DOS SANTOS

11521ECO028

**UMA ANÁLISE DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA DOS PAÍSES
PERIFÉRICOS EM TEMPOS DE CRISE: O CASO DA TURQUIA**

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais por meio da disciplina de Monografia II, da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a Conclusão do Curso de Bacharelado em Ciências Econômicas.

Orientadora: Vanessa da Costa Val Munhoz

UBERLÂNDIA

2023

RESUMO

A vulnerabilidade econômico-financeira dos países periféricos é resultado da persistente assimetria no sistema monetário e financeiro internacional, agravada pela liberalização dos movimentos de capitais desde os anos 1980. Essa abertura financeira facilitou a entrada de capitais em momentos de bonança, mas também a saída em períodos de estresse econômico, resultando em maior volatilidade nos fluxos de capitais, analisados através da dinâmica dos ciclos de liquidez internacional. Os fluxos financeiros nos países periféricos, embora residuais, exercem impacto desproporcional na perspectiva do investidor externo e do país receptor. Ou seja, mesmo sendo de natureza residual, esses fluxos podem desestabilizar mercados de câmbio e capitais domésticos devido ao seu volume em relação ao tamanho desses mercados. Um caso para validar a existência dessa vulnerabilidade, é o da Turquia, onde o estudo do contexto socioeconômico turco desde os anos 1990, juntamente com a análise dos componentes da Conta Financeira entre 2006 e 2019, destacou a influência dos Investimentos em Carteira e Outros Investimentos na volatilidade da Conta Financeira e na instabilidade econômica do país. Recursos de curto prazo e especulativos, capturados por esses componentes, dominam os fluxos analisados, enquanto o Investimento Direto, mais estável, é menos significativo. Assim, a Turquia, assim como outros países periféricos, está sujeita à dinâmica da disponibilidade de recursos externos, vinculada ao sentimento e percepção de risco dos investidores globais. A entrada de capital especulativo e de curto prazo ocorre em momentos favoráveis, mas sua retirada rápida em períodos de estresse econômico afeta a política monetária local, deixando o país vulnerável a choques e dificultando a busca por um crescimento sustentado e de longo prazo. Assim, a assimetria monetária e financeira internacional expõe os países periféricos a movimentos voláteis nos fluxos de capitais, impactando negativamente suas economias e limitando sua capacidade de implementar políticas monetárias consistentes a longo prazo.

Palavras-chave: vulnerabilidade econômico-financeira, assimetria monetária, assimetria financeira, volatilidade da Conta Financeira, país periférico, Turquia.

ABSTRACT

The economic and financial vulnerability of peripheral countries results from the persistent asymmetry in the international monetary and financial system, exacerbated by the liberalization of capital flow movements since the 1980s. This financial opening facilitated the inflow of capital in times of prosperity but also its outflow during periods of economic stress, leading to increased volatility in capital flows, analyzed through the dynamics of international liquidity cycles. Financial flows in peripheral countries, although residual, have a disproportionate impact from the perspective of both external investors and the peripheral countries. In other words, despite being residual in nature, these flows can destabilize domestic exchange and capital markets due to their volume relative to the size of these markets. A case validating the existence of this vulnerability is that of Turkey, where the study of Turkey's socio-economic context since the 1990s, along with the analysis of the components of the Financial Account between 2006 and 2019, highlighted the influence of Portfolio Investments and Other Investments on the volatility of the Financial Account and the economic instability of the country. Short-term and speculative resources, captured by these components, dominate the analyzed flows, while Direct Investment, being more stable, is less significant. Thus, Turkey, like other peripheral countries, is subject to the dynamics of external resource availability linked to the sentiment and risk perception of global investors. The inflow of speculative and short-term capital occurs in favorable moments, but its rapid withdrawal during periods of economic stress affects the local monetary policy, leaving the country vulnerable to shocks and hindering the pursuit of sustainable long-term growth. Therefore, the international monetary and financial asymmetry exposes peripheral countries to volatile movements in capital flows, negatively impacting their economies and limiting their ability to implement consistent long-term monetary policies.

Keywords: economic and financial vulnerability, monetary asymmetry, financial asymmetry, Financial Account volatility, peripheral country, Turkey.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Influxos de capitais brutos para os países emergentes (em % do PIB, 1990 a 2008)	33
Gráfico 2 - <i>Fed Funds Target Rate</i> (FDTR) (em %, 2000 a 2019)	34
Gráfico 3 - Taxa de juros média dos países da OCDE (em %, 2000 a 2019)	35
Gráfico 4 - EMUSTRUU Index vs LBUSTRUU Index (em %, 2001 a 2019)	37
Gráfico 5 - Spread EMUSTRUU Index vs LBUSTRUU Index (em pontos base, 2001 a 2019)	37
Gráfico 6 - Ativos totais do Fed (em US\$ trilhões, 2000 a 2019)	39
Gráfico 7 - Crescimento do PIB das regiões selecionadas (em %, 2000 a 2019)	40
Gráfico 8 - IMF <i>Commodity Index</i> (2003 a 2019)	41
Gráfico 9 - <i>Yield</i> do <i>treasury</i> de 10 anos dos Estados Unidos (em %, 2000 a 2019)	42
Gráfico 10 - Taxas de juros médias dos países emergentes (em %, 2001 a 2019)	43
Gráfico 11 - Variação do PIB dos Estados Unidos (em %, 2000 a 2019)	44
Gráfico 12 - Número de Países em Surto de Capital (2005 a 2019)	48
Gráfico 13 - “Episódios de surtos de capital” (2005 a 2019)	48
Gráfico 14 - VIX Index (2000 a 2019)	50
Gráfico 15 - Principais eventos econômicos desde os anos 2000 e o VIX Index (2000-2019)	51
Gráfico 16 - Taxa de juros básica da Turquia (em %, 2000 a 2019)	57
Gráfico 17 - Lira turca (TRY) vs dólar (USD) (2000 – 2019)	58
Gráfico 18 - Dívida da Turquia em relação ao PIB (em %, 2000 a 2019)	58
Gráfico 19 - Variação do PIB da Turquia (em %, 2000 a 2019)	58
Gráfico 20 - Variação da inflação da Turquia (em %, 2000 a 2019)	59
Gráfico 21 - CDS da Turquia (2000 a 2019)	60
Gráfico 22 - Taxa de desemprego da Turquia (em %, 2000 a 2019)	62
Gráfico 23 - Dívida externa da Turquia (em US\$ bilhões, 2000 a 2019)	64
Gráfico 24 - Histórico de <i>ratings</i> da S&P para o crédito soberano da Turquia (1993 a 2019)	64
Gráfico 25 - Conta Financeira (em US\$ milhões, LTM, 2006 a 2019)	66
Gráfico 26 - Investimento Direto, Investimento em Carteira, Derivativos & Outros Investimentos (em US\$ milhões, LTM, 2006 - 2019)	67
Gráfico 27 - Investimento Direto (ID), ativos e passivos (em US\$ milhões, LTM, 2006 a 2019)	68

Gráfico 28 - Investimento Direto (ID), passivos divididos entre <i>equity</i> e <i>debt</i> (em US\$ milhões, LTM, 2006 a 2019).....	69
Gráfico 29 - Investimento em Carteira (IC), ativos e passivos (em US\$ milhões, LTM, 2006 a 2019).....	70
Gráfico 30 - Investimento em Carteira (IC), passivos divididos entre <i>equity</i> e <i>debt</i> (em US\$ milhões, LTM, 2006 a 2019).....	70
Gráfico 31 - Outros Investimentos (OI), ativos e passivos (em US\$ milhões, LTM, 2006-2019)	71

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1 AS ASSIMETRIAS MONETÁRIAS E FINANCEIRAS QUE LEVAM A UMA MAIOR VULNERABILIDADE ECONÔMICA NOS PAÍSES PERIFÉRICOS...11	
1.1 A DINÂMICA CENTRO-PERIFERIA E OS CONCEITOS DE PAÍSES CENTRAIS/DESENVOLVIDOS E PAÍSES PERIFÉRICOS/EMERGENTES	11
1.2 DIFERENCIAÇÃO ENTRE AS MOEDAS NA DINÂMICA CENTRO-PERIFERIA E A HIERARQUIA DAS MOEDAS	16
1.3 OS CONCEITOS DE RISCO PAÍS E RISCO SOBERANO E A CLASSIFICAÇÃO DOS RISCOS PELAS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i>	20
2 ANÁLISE DA PERIODICIDADE DOS FLUXOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS A PARTIR DÉCADA DE 90	26
2.1 AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS DOS ANOS 1990 E O INÍCIO DO DINAMISMO DOS FLUXOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS	26
2.2 OS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL PARA OS PAÍSES PERIFÉRICOS A PARTIR DOS ANOS 1990.....	29
2.3 OS PERÍODOS DE “SURTOS DE CAPITAL” ENTRE 2000 E 2019	47
2.4 O <i>CHICAGO BOARD OPTIONS EXCHANGE (CBOE) VOLATILITY INDEX (VIX)</i> E A SUA RELAÇÃO COM OS MOMENTOS DE INCERTEZA ECONÔMICA.....	49
3 DINÂMICA DOS FLUXOS FINANCEIROS DIRECIONADOS A TURQUIA....	52
3.1 A ESTRUTURA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS (BP) E DA COMPONENTE CONTA FINANCEIRA (CF)	52
3.2 UMA BREVE ANÁLISE DO CONTEXTO SOCIOECONÔMICO DA TURQUIA A PARTIR DOS ANOS 1990.....	55
3.3 ANÁLISE DA CONTA FINANCEIRA (CF) E SEUS COMPONENTES ENTRE 2006 E 2019	65
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	72
REFERÊNCIAS.....	75

INTRODUÇÃO

A chamada globalização financeira, impulsionada pelo surgimento de várias inovações financeiras e a liberalização dos movimentos de capitais ao longo dos anos 1980 e meados dos anos 1990, trouxe consigo uma série de mudanças regulatórias por parte dos países emergentes que estavam interessados em receber estes recursos. Visando facilitar o ingresso e mobilidade dos capitais, a fim de registrarem um influxo de recursos externos, instalou-se então um processo de abertura financeira nesses países periféricos que, em momentos de bonança na circulação dos fluxos internacionais, favorecia e facilitava a entrada de capitais e, em períodos de estrangulamento dos recursos internacionais, também favorecia e facilitava a retirada desses mesmos capitais. Juntamente com o volume de capital estrangeiro nesses países, a volatilidade dos fluxos de capitais passa, portanto, a ser muito maior.

Cada vez mais inseridos nesse cenário que se desenvolvia a partir dos anos 1990, os países periféricos passam a interagir – na dinâmica dos mercados financeiros – com cada vez mais agentes, de maneira que esses investidores globais e outros agentes de grande porte também passam a ter a flexibilidade de deslocar os seus recursos nas mais variadas regiões geográficas, à medida que buscam maior retorno para seus portfólios. É nesse contexto, porém, que se nota uma crescente e, posteriormente, crônica vulnerabilidade dos países emergentes frente às crises financeiras que viriam a acontecer a partir daí. E é justamente nesse aspecto está o objetivo dessa monografia, ou seja, levantar informações e perspectivas a respeito da vulnerabilidade econômico-financeira dos países periféricos como resultado de uma persistente assimetria no sistema monetário e financeiro internacional, com ênfase nos momentos de crises financeiras internacionais e validação através do caso da Turquia.

E para tal, esta monografia se utiliza da análise de Prates (2005) para analisar como os desdobramentos da assimetria monetária e financeira contribuíram para essa maior vulnerabilidade. No campo monetário, observou-se que (i) as moedas periféricas são incapazes de desempenhar a função de reserva de valor em âmbito global; (ii) incapacidade dos países periféricos de emitir dívida externa em moeda local; (iii) menor grau de autonomia de políticas dos países periféricos e; (iv) não-conversibilidade das moedas como uma característica nociva ao bom funcionamento dos sistemas financeiros domésticos. Já na assimetria financeira, destacou-se que (i) os fluxos financeiros que circulam pelos países periféricos possuem características determinantes exógenas e; (ii) a inserção marginal dos países periféricos nos

fluxos de capitais globais via moeda e ativos em portfólios de investimento geram efeitos desproporcionais na perspectiva do investidor estrangeiro e do país de destino dos recursos.

Além disso, complementou-se a análise da condição monetário-financeira dos países periféricos através da perspectiva da moeda e sua hierarquia no arranjo econômico global, assim como da percepção de risco através do que Pereira (2015) chamou de indicadores síntese. No caso da hierarquia das moedas, observou-se que as moedas periféricas precisam oferecer retornos monetários mais elevados em relação às moedas centrais, uma vez que têm um nível de liquidez mais baixo e necessitam oferecer um prêmio de risco maior para que os investidores estrangeiros aloquem seus recursos nos ativos nelas denominados. Sobre os indicadores síntese, a abordagem se deu através dos conceitos de risco país e risco soberano, já que eles estão associados à análise de crédito de um país e são frequentemente usados por investidores e instituições financeiras para avaliar a atratividade de se investir em um determinado país.

Compreendida a abordagem teórica, essa monografia desenvolveu uma análise dos chamados ciclos de liquidez internacional a partir dos anos 1990, dado que esses assuntos se conectam à medida que se identifica que existem distorções na dinâmica de fluxos financeiros internacionais dentro da contexto centro-periferia – que variam de acordo com os ciclos de liquidez internacional – e estas (distorções) influenciam diretamente na capacidade do país periférico de conduzir a sua política econômica interna. Além disso, é através da análise e organização cronológica desses ciclos que é possível compreender como, de fato, a dinâmica global influenciou no direcionamento de recursos para os países periféricos.

Prosseguindo na discussão, essa monografia irá analisar o caso da Turquia como um modelo de validação do que fora discutido a respeito da vulnerabilidade dos países periféricos a partir da assimetria monetária e financeira presente na dinâmica centro-periferia. Para tal, serão analisados tanto o contexto socioeconômico da Turquia a partir dos anos 1990 como os componentes da Conta Financeira (CF) do país entre os anos de 2006 e 2019, que é período de maior relevância para a análise dos dados. Nessa etapa, serão contemplados os principais eventos econômicos globais, descritos na apresentação da dinâmica dos ciclos, e a sua relação com a liquidez direcionada para a Turquia a partir da segunda metade dos anos 2000.

Assim, a estrutura dessa monografia estará dividida de forma que o Capítulo 1 trará uma revisão teórica acerca dos estudos que fundamentaram a construção da tese central dessa monografia, ou seja, de que as assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo contribuem para explicar a maior vulnerabilidade econômico-financeira nos ditos países periféricos, apresentado também os conceitos de dinâmica centro-periferia, em conjunto com os termos de países centrais/desenvolvidos e periféricos/emergentes, assim como

a hierarquia das moedas e risco país e risco soberano. No Capítulo 2, será discutida a dinâmica dos ciclos de liquidez internacional a partir dos anos 1990, de maneira a contemplar como os movimentos da economia global – com suas expansões e crises – afetaram a disponibilidade de liquidez para os países periféricos. No Capítulo 3 está proposto o estudo de caso da Turquia e, por fim, as considerações finais a respeito do que fora apresentando ao longo de toda essa monografia.

1 AS ASSIMETRIAS MONETÁRIAS E FINANCEIRAS QUE LEVAM A UMA MAIOR VULNERABILIDADE ECONÔMICA NOS PAÍSES PERIFÉRICOS

O objetivo desse capítulo é elaborar uma revisão teórica acerca dos estudos que fundamentaram a construção da tese central dessa monografia, ou seja, de que as assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo contribuem para explicar a maior vulnerabilidade econômico-financeira nos ditos países emergentes, em específico da Turquia. Nessa seção, serão apresentados e desenvolvidos os conceitos de dinâmica centro-periferia, em conjunto com os termos de países centrais/desenvolvidos e periféricos/emergentes, assim como a hierarquia das moedas e risco país e risco soberano. Esses assuntos se conectam à medida que se identifica que existem distorções na dinâmica de fluxos financeiros internacionais dentro da dinâmica centro-periferia – que ficam explícitas ao se analisar os ciclos de liquidez internacional¹ – e estas (distorções) influenciam diretamente na capacidade do país periférico de conduzir a sua política econômica interna.

1.1 A DINÂMICA CENTRO-PERIFERIA E OS CONCEITOS DE PAÍSES CENTRAIS/DESENVOLVIDOS E PAÍSES PERIFÉRICOS/EMERGENTES

Ao investigar sobre as causas da maior vulnerabilidade dos países emergentes às crises financeiras a partir dos anos 1990, este estudo se sustenta na argumentação de que as assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo contribuem para explicar essa maior vulnerabilidade econômico-financeira nos ditos países emergentes (PRATES, 2005) ou, como esta monografia frequentemente os nomeia, países periféricos. Para fins de contextualização, é necessário destacar que se entende por crises financeiras os períodos de instabilidade em um ou vários segmentos dos mercados financeiros de determinado país, de maneira que essa tribulação afete aspectos cambiais, bancários e financeiros, que culminam em crises internas e gêmeas – sendo esta última a combinação de crises cambiais e financeiras, simultaneamente. Dito isso, o artigo desenvolvido pela autora previamente citada procurou

¹ Os ciclos de liquidez internacional refletem as fases de intercorrência no volume de transações a nível internacional, ou seja, dos fluxos financeiros que partem de um país ao outro. Esse conceito, assim como a análise dos ciclos em si, serão desenvolvidos no Capítulo 2.

aprofundar a análise da maior suscetibilidade dos países emergentes às crises financeiras dos anos 1990, defendendo a “hipótese de que essa maior vulnerabilidade decorreu das assimetrias monetárias e financeiras desse sistema, que têm uma natureza centro-periferia” (PRATES, 2005, pág. 281).

Antes de prosseguir com as conclusões do estudo mencionado no primeiro parágrafo, faz-se necessário abordar e desenvolver o comportamento dos fluxos financeiros internacionais na dinâmica de centro-periferia, assim como a definição de país central e país periférico. Essa abordagem, utilizada no artigo de Prates (2005), destaca como os fluxos de capital e o comércio internacional podem desempenhar um papel significativo na perpetuação das disparidades econômicas globais, muitas vezes desfavorecendo os países periféricos (emergentes) em relação aos países centrais (desenvolvidos). Vale destacar que quando se trata de fluxos de capital internacional, o termo inclui a transferência de ativos financeiros – como dinheiro, ações ou títulos – através das fronteiras internacionais e são fundamentais para o funcionamento da economia global.

Os chamados países periféricos são assim caracterizados por terem uma situação econômica relativamente menos dinâmica do que os chamados países centrais. Isso poderia ser observado pelo fato destes apresentarem rendas per capita abaixo da média ou pelo fato de suas economias apresentarem graus de complexidade menos avançados. Um dos elementos importantes dessa última questão está ligado ao fato de que estes países periféricos centram suas dinâmicas na produção de produtos primários ou manufaturados ligados a recursos naturais. A esse respeito, a perspectiva levantada pela Comissão Econômica para América Latina (CEPAL) é a de que esses países apresentam uma importante restrição externa, dada a sua necessidade contínua de importação de produtos manufaturados com maior valor tecnológico e industrial agregado.

Já os países centrais são aqueles que apresentam elevados indicadores de renda per capita e produção altamente tecnológica, de maneira a possuírem enorme vantagem no comércio internacional, dado que estão presentes na borda da fronteira tecnológica, com produtividade elevada e, no geral, são credores no sistema financeiro internacional, com moedas fortes e amplamente aceitas, como é o caso do dólar e do euro. A CEPAL enfatiza a importância de uma estrutura produtiva diversificada e tecnologicamente avançada como um fator determinante para a classificação de países. Os países centrais são aqueles que têm alcançado maior diversificação industrial e tecnológica em comparação com os periféricos.

Um exemplo de país periférico é justamente a Turquia, que possui uma moeda não aceita internacionalmente como reserva de valor, como é o caso da Lira Turca (TRY), com paridade

do poder de compra deteriorada e exportações de produtos com alto valor tecnológico inferiores a 5% do total exportado, como mostram os dados de abril de 2021 (Turkish Statistical Institute). Já a Alemanha, por exemplo, se encaixa no perfil de um país central, uma vez que sua população goza de elevados indicadores socioeconômicos, alta paridade do poder de compra e exportação concentrada em produtos com alto nível tecnológico agregado em seus processos de produção, no produto final ou em ambos.

Outra classificação que traz uma ideia alternativa a da dinâmica de centro-periferia e que também é bastante utilizada nos dias de hoje é a de países avançados e países emergentes. Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), uma economia avançada é aquela com um alto nível de renda per capita, um grau muito significativo de industrialização, uma base de exportação variada e um setor financeiro integrado ao sistema financeiro global. Já os emergentes, lembrados principalmente pelos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), são as aquelas economias de nações em desenvolvimento que estão se tornando mais envolvidas com os mercados globais à medida que crescem economicamente.

Os países classificados como economias de mercado emergentes são aqueles com algumas, mas não todas, as características de um mercado desenvolvido. À medida que uma economia de mercado emergente avança, ela normalmente se torna mais integrada à economia global, conforme demonstrado pelo aumento da liquidez nos mercados locais de dívida e de ações, pelo aumento do volume de comércio e do investimento estrangeiro direto e pelo desenvolvimento interno de instituições financeiras e regulatórias modernas. Ou seja, quando cruzamos os dois conceitos aqui abordados – países periféricos e centrais (CEPAL) ou países avançados e emergentes (FMI) – notamos que a diferença entre ambos poderia ser resumida da seguinte forma: no caso da classificação da CEPAL, a abordagem da dinâmica centro-periferia foi originalmente idealizada para abordar os países da América Latina e Caribe, ou seja, com um foco regional.

Além disso, a CEPAL se concentra na estrutura produtiva e diversificação econômica dos países para fazer essa distinção, de modo que os países centrais são aqueles que têm economias mais industrializadas e diversificadas, enquanto países periféricos são mais dependentes de setores primários. No caso da classificação do FMI, a classificação de países avançados e emergentes é uma abordagem global que se aplica a todas as economias do mundo e muito usada para fins de análise econômica e política internacional nos dias de hoje. Diferente da CEPAL, o FMI utiliza como base critérios econômicos e institucionais e a natureza da renda para elaborar as suas classificações, de maneira que indicadores como a renda per capita, o

desenvolvimento financeiro, o acesso aos mercados globais de capitais e a estabilidade macroeconômica são utilizados para diferenciar os países em avançados e emergentes.

Desenvolvidos os conceitos de país central (desenvolvido) e país periférico (emergente), assim como a dinâmica centro-periferia, pode-se retomar a análise das conclusões obtidas por Prates (2005), que convergiram para a confirmação da hipótese originalmente levantada pela autora – a maior vulnerabilidade dos países periféricos decorreu das assimetrias monetárias e financeiras desse sistema, que tem uma natureza centro-periferia. Para a validação de suas conclusões, a autora destacou quatro importantes desdobramentos da assimetria monetária que contribuíram para essa maior vulnerabilidade, sendo eles: (i) as moedas periféricas são incapazes de desempenhar a função de reserva de valor em âmbito global; (ii) incapacidade dos países periféricos de emitir dívida externa em moeda local; (iii) menor grau de autonomia de políticas dos países periféricos e; (iv) não-conversibilidade das moedas como uma característica nociva ao bom funcionamento dos sistemas financeiros domésticos.

Ao analisar os quatro aspectos levantados por Prates (2005), observa-se que o primeiro desdobramento implica que por serem incapazes de operar como reserva de valor, as moedas periféricas não servem como refúgio para a incerteza global em tempos de crise, de modo que essas moedas são as primeiras a serem afetadas quando os investidores globais buscam maior liquidez durante períodos de crescente preferência por ativos seguros. Essa característica impõe que tais moedas forneçam um prêmio de risco² mais elevado – em relação as moedas de países centrais, principalmente euro e dólar – e, conseqüentemente, isso afeta negativamente a dinâmica de funcionamento das taxas de juros domésticas.

O segundo desdobramento aponta que por serem incapazes de emitir dívida externa em moeda local, os países periféricos – que historicamente são dependentes do financiamento externo – e suas instituições emissoras de dívidas entram em um contexto em que a capacidade de honrar tais compromissos fica diretamente relacionada às flutuações em suas taxas de câmbio, de modo que volatilidade dos fluxos de capitais – cada vez mais intensa – e alterações na política monetária da “moeda-chave” – o dólar, com grau de autonomia total e alheio a qualquer interesse do país periférico – dificultam a gestão e solvência desses passivos em momentos de instabilidade local/global.

O terceiro desdobramento diz respeito ao menor grau de autonomia de políticas dos países periféricos, que advém da sua incapacidade de adotar de forma efetiva políticas

² O prêmio de risco é um retorno adicional que um ativo ou investimento oferece em relação ao ativo livre de risco, que neste caso seriam as moedas de países centrais. Em forma de equação: Prêmio de Risco = Retorno Esperado – Taxa Livre de Risco.

anticíclicas que poderiam suavizar os efeitos dos fluxos de capitais sobre a economia doméstica em momentos de alterações na dinâmica dos fluxos de capitais globais. Nas palavras de Ocampo (2001, pág. 10), “o centro tem maior autonomia de política, sendo assim *policy making*, e a periferia é essencialmente *policy taking*”. Isso se deve, pois, há uma discrepância entre os países periféricos e centrais no que diz respeito a sua capacidade de operar políticas monetárias, como descreve Prates (2005):

Da mesma forma que nos sistemas monetários internacionais precedentes (padrão libra-ouro e Bretton Woods), baseados igualmente numa moeda nacional como moeda-chave (libra e dólar, respectivamente), o país emissor da moeda-chave tem maior grau de autonomia de política. Contudo, no sistema atual, essa autonomia é ainda maior graças ao caráter fiduciário dessa moeda, que permite aos Estados Unidos vincular, estreitamente, a gestão da sua política monetária ao ciclo econômico doméstico (Teixeira, 2000). No espectro oposto estão os países emergentes que, por serem emissores de moedas não conversíveis, têm menor grau de autonomia de política. Além de não terem condições de escapar da regra de formação da taxa de juros do sistema em períodos de normalidade, dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, em períodos de abundância ou escassez de recursos esses países, de forma geral, não têm graus de liberdade para adotar políticas anticíclicas que atenuariam os impactos dos fluxos de capitais sobre o desempenho econômico doméstico. Já os países centrais têm um maior grau de autonomia de política econômica (obviamente menor que o país emissor da moeda-chave) exatamente em função da natureza conversível de suas moedas, que possibilita a utilização da política monetária para manejar o ciclo econômico doméstico. (PRATES, 2005, pág. 275)

O quarto e último desdobramento monetário elencado por Prates (2005) é a não-conversibilidade das moedas como uma característica nociva ao bom funcionamento dos sistemas financeiros domésticos. Isso ocorre, pois, ao carecer de aspectos de segurança e estabilidade para os investidores internacionais, as moedas periféricas perdem significativamente a sua capacidade de conversibilidade, de modo que até mesmo os agentes locais optam por não deter ativos denominados em moeda doméstica, não conversível, ou exigem elevados prêmios de risco para fazê-lo. Além disso, como destaca a autora: “os bancos residentes, que captam recursos no mercado financeiro internacional, os repassam internamente na mesma moeda de captação ou com indexação cambial, para evitar o descasamento de moeda em seus balanços.” (PRATES, 2005, pág. 282)

Além dos fatores da assimetria monetária, Prates (2005) também elencou dois desdobramentos relativos a assimetria financeira, sendo eles: (i) os fluxos financeiros que circulam pelos países periféricos possuem características determinantes exógenas e; (ii) a inserção marginal dos países periféricos nos fluxos de capitais globais via moeda e ativos em

portfólios de investimento geram efeitos desproporcionais no sentido que tem efeitos marginais sobre a rentabilidade desses portfólios, mas efeitos capazes de desestabilizar os fluxos direcionados aos mercados de câmbio e capitais desses países em situações de revezes nos fluxos financeiros internacionais. Dito isso, nota-se que essas assimetrias monetárias e financeiras e cientes contribuem para explicar a maior vulnerabilidade dos países periféricos à volatilidade intrínseca aos fluxos recentes de capitais, “bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização, que resultam no descasamento de moedas e nos feedbacks recíprocos entre crises cambiais e bancárias” (PRATES, 2005, pág. 282)

1.2 DIFERENCIAÇÃO ENTRE AS MOEDAS NA DINÂMICA CENTRO-PERIFERIA E A HIERARQUIA DAS MOEDAS

Após essa apresentação das assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo e como elas contribuem para explicar a maior vulnerabilidade econômico-financeira dos países periféricos, será abordado outro aspecto dessa dinâmica centro-periferia que servirá como ponte para a apresentação dos conceitos de hierarquia das moedas, risco país e risco soberano mais adiante. Esse aspecto foi bem desenvolvido em Conti, Prates e Plihon (2014) e consiste no fato de que as moedas periféricas precisam oferecer retornos monetários mais elevados em relação às moedas centrais, uma vez que têm um nível de liquidez mais baixo. Os retornos monetários dos ativos denominados em moedas inconversíveis têm de compensar o seu prêmio de liquidez mais baixo relativamente ao da moeda-chave a fim de induzir investidores estrangeiros a alocarem seus recursos nos ativos nelas denominados.

Realizando um adendo, esse diferencial de retorno entre as moedas é justamente o prêmio de risco que fora mencionado na subseção anterior (Item 1.1). Essa diferença entre taxas de retorno ou *spread*, como é comumente conhecido, reflete a exigência dos investidores globais por um retorno acima daqueles oferecidos pelos ativos livres de risco³, que nesse caso poderia ser a alocação em ativos denominados em moeda-chave – dólar. A lógica é a seguinte: Prêmio de Risco = Retorno Esperado – Taxa Livre de Risco. Na prática, esse prêmio de risco é frequentemente embutido na fórmula do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM):

³ Essa classificação dos ativos será bem desenvolvida na subseção seguinte (Item 1.3), onde serão abordados os conceitos de risco país e risco soberano.

$$E = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Segundo o Investopedia, essa equação traz como resultado o retorno esperado do ativo a ser investido (E), a partir da somatória do retorno do ativo livre de risco (R_f) com o produto entre a sensibilidade do ativo em uma carteira de investimento (β) e prêmio de risco ($R_m - R_f$). Ou seja, é um modelo financeiro que estabelece uma relação linear entre o retorno exigido de um investimento e o risco. O modelo baseia-se na relação entre o beta de um ativo, a taxa livre de risco e o prêmio de risco do ativo – retorno esperado no mercado menos a taxa livre de risco. O resultado deve dar ao investidor o retorno exigido ou a taxa de desconto que ele pode usar para determinar o valor de um ativo.

Prosseguindo com a discussão central do assunto dessa subseção, pode-se dizer que devido à falta de liquidez das moedas periféricas em comparação com as moedas centrais – assim como dos valores mobiliários denominados em cada uma dessas moedas – os investidores internacionais geralmente as procuram apenas em busca de maiores rendimentos. No entanto, essa busca por rendimento – também conhecida como *search for yield* – não ocorre de forma constante, mas sim durante os momentos de euforia nos ciclos de liquidez, quando os investidores globais demonstram um alto apetite pelo risco e estão dispostos a operar ativos com classificações inferiores aos ativos com grau de investimento ou *investment grade*.⁴ Assim, a demanda por moedas periféricas e pelos títulos denominados nelas é altamente sensível às diferentes etapas dos ciclos internacionais de liquidez.

Em um ambiente de finanças liberalizadas, portanto, as moedas periféricas, que não têm em âmbito internacional a mesma liquidez das moedas centrais, são os primeiros ativos a serem abandonados nos momentos de "fuga para a qualidade". Nesses momentos, portanto, a demanda dos investidores internacionais por essas moedas periféricas, assim como pelos títulos nelas denominados, cessa súbita e indistintamente. O "comportamento de manada" dos agentes faz com que praticamente não haja mais demanda privada por essas moedas, pois seu componente especulativo era preponderante e, num ambiente de incerteza exacerbada, ele é reduzido a quase zero. (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014, pág. 348).

Nesse contexto da citação supracitada, há um desequilíbrio entre oferta e demanda da moeda periférica onde cria-se um excesso de oferta e recuo na demanda que, naturalmente, leva a uma tendência de baixa em seu preço de câmbio. Assim, o Banco Central do país que emite essa moeda geralmente tentará enfrentar essa tendência oferecendo dólares no mercado de

4 O conceito de grau de investimento ou *investment grade* será desenvolvido na subseção seguinte (Item 1.3).

câmbio em troca de sua própria moeda, porém, se restringindo a uma quantidade limitada de dólares vinculada as reservas que possui – geralmente insuficientes para contornar a crise por completo. Portanto, o que acontece é que a moeda em questão, que parece ser líquida durante os períodos de otimismo na economia global, passa a ter uma liquidez reduzida de maneira abrupta. Para as moedas periféricas, é uma situação de dinamismo cíclico e condicionada ao ciclo de liquidez internacional.

De acordo com Théret (2007), "a crise revela a natureza da moeda". Pode-se dizer, então, que as moedas periféricas têm uma "natureza" ilíquida na cena internacional, ainda que elas tenham espasmos de liquidez, já que uma grande parte de sua demanda privada existe apenas nos momentos de expectativas otimistas generalizadas por parte dos agentes internacionais. As moedas centrais, por sua vez, têm uma liquidez perene, já que os fluxos de capitais que se dirigem aos países desenvolvidos têm um caráter mais sustentável e, conseqüentemente, a demanda por essas moedas é mais constante (ao menos uma parte dessa demanda). (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014, pág. 349).

Dito isso, será desenvolvida agora a perspectiva que elenca essa diferenciação entre as moedas na dinâmica centro-periferia. Keynes (1930) foi um dos primeiros a identificar a presença da chamada hierarquia das moedas no conjunto da economia global, de modo que essa classificação das moedas resultava da independência das políticas monetárias entre diferentes nações e nas capacidades divergentes de adaptação a desequilíbrios potenciais em suas balanças de pagamentos. O autor sugeriu que nessa organização, algumas moedas desempenham papéis mais importantes e dominantes do que outras nas transações internacionais.

Keynes (1930) identificou três tipos de moedas na hierarquia: (i) moeda internacional principal, que ocupa a posição mais alta na hierarquia e é amplamente aceita e utilizada nas transações internacionais, que o caso do Dólar hoje; (ii) moedas secundárias ou regionais, com um alcance mais limitado e utilizadas principalmente em transações regionais. Incluem moedas de países com economias sólidas de uma determinada região, mas que não têm a mesma aceitação global que a moeda internacional principal, como é o caso do Euro e; (iii) moedas nacionais, que são as moedas de países individuais e são usadas principalmente para transações domésticas e têm pouco ou nenhum papel nas transações internacionais, como é o caso da Lira Turca.⁵

⁵ No caso da Turquia, país periférico e com moeda não aceita internacionalmente como reserva de valor, a teoria se aplica muito bem, como será apresentado mais adiante através dos movimentos da paridade da moeda em relação ao dólar e as dinâmicas de sua Conta Financeira (Capítulo 3).

Novamente no estudo de Conti, Prates e Plihon (2014, pág. 349), os autores se debruçam sobre essa hierarquização e desenvolvem a tese de que “as distintas moedas nacionais têm usos e status diferenciados na economia mundial, gerando padrões igualmente diferenciados na demanda por essas moedas e nos fluxos de capitais que entram e saem dos países em questão.” E essas distinções justificam as particularidades observadas no comportamento das taxas de câmbio e juros, e, por conseguinte, na formulação das políticas econômicas de diferentes países, portanto, exercem influência sobre suas perspectivas de desenvolvimento econômico.

Os autores citados no parágrafo anterior vão além e esboçam uma classificação prática das moedas no atual desenho econômico global. Antes de apresentar essa classificação, vale pontuar que na tese dos autores, o que define o posicionamento de cada moeda nessa hierarquia são fatores geopolíticos e geoeconômicos, de modo que três aspectos são levantados: (i) a relevância econômica do país emissor da moeda e sua integração, comercial e financeira, com as demais nações do globo; (ii) a capacidade de influência política nas relações bilaterais e, igualmente, junto às instituições multilaterais e; (iii) o "voluntarismo político", que são as ações deliberadas de um governo nacional com o intuito de intensificar o uso de sua moeda a nível internacional. A partir daí, Conti, Prates e Plihon (2014) separam a hierarquia em quatro elos:

“(i) ao centro, o dólar, a moeda-chave do sistema; (ii) a seguir, o euro, que se diferencia das demais moedas utilizadas em âmbito internacional, mas sem atingir o status do dólar; (iii) em um terceiro elo, as demais moedas centrais, que também exercem funções em âmbito internacional, mesmo que de maneira secundária; e (iv) por fim, o grupo que se denomina aqui como de moedas periféricas, a saber, aquelas que não exercem nenhuma de suas funções em âmbito internacional - a não ser em caráter excepcional.” (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014, pág. 345)

Em situações extremas de perda de atributos de uma moeda, como os de reserva de valor e conversibilidade, há um contexto em que as moedas nacionais colapsam de tal forma que são, literalmente, substituídas pela moeda internacional principal – ou moeda-chave. Não é o caso da Turquia, mas Carneiro (2008) abre um debate importante a respeito de como o processo de corrosão monetária pode levar a extremos que, além de minarem a eficácia/autonomia dos bancos centrais destes países afetados em suas políticas monetárias, pode ser fatal para a prosperidade econômica futura dessas nações. O autor traz a discussão justamente para a situação em que a hierarquia das moedas se torna tão explícita que há a substituição parcial/completa da moeda local por uma moeda de país central, nesse caso o dólar:

A inconvertibilidade tem sido, em graus variáveis, um atributo das moedas dos países periféricos. Nas versões mais brandas elas perdem suas funções no plano internacional, mas as mantêm, integral ou parcialmente, no âmbito doméstico. Nos casos mais radicais ocorre a substituição monetária, no plano nacional, extinguindo-se a moeda local. Assim, se no contexto internacional uma moeda inconvertível não desempenha nenhuma das funções monetárias essenciais, no nacional, a inconvertibilidade se manifesta por meio da cisão de suas funções, com a perda parcial do caráter de reserva de valor. Nesse domínio, vale dizer, enquanto veículo de expressão do valor de ativos e passivos, a moeda doméstica é substituída parcialmente por uma divisa estrangeira. Na América Latina, essa dimensão da inconvertibilidade assumiu, em distintos países e em graus variáveis, a forma de dolarização de preços e contratos, em alguns casos, com a completa substituição da moeda local (CARNEIRO, 2008, pág. 540).

1.3 OS CONCEITOS DE RISCO PAÍS E RISCO SOBERANO E A CLASSIFICAÇÃO DOS RISCOS PELAS AGÊNCIAS DE *RATING*

Após o desenvolvimento e compreensão de como a dinâmica centro-periferia se manifesta (Item 1.1) e como as moedas se organizam em uma hierarquia a nível internacional (Item 1.2), é necessário apresentar como esses aspectos teóricos se manifestam em indicadores práticos, vastamente utilizados por investidores e tomadores de decisões ao redor do globo, no que diz respeito às definições de transferências de fluxos financeiros entre os países. É justamente nesse sentido que se torna válida a inclusão dos conceitos de risco país e risco soberano nessa subseção da monografia. Ambos são termos financeiros que refletem a probabilidade de um país enfrentar dificuldades financeiras ou de inadimplência em relação aos seus compromissos financeiros. Eles estão associados à análise de crédito de um país e são frequentemente usados por investidores e instituições financeiras para avaliar a atratividade de se investir em um determinado país. Assim, foi de muita importância a análise da situação desses indicadores, no caso da Turquia, durante os ciclos de liquidez internacional que serão apresentados no capítulo 3.

Quando se fala de risco país, este refere-se ao grau de incerteza ou risco associado a um investimento em um determinado país, particularmente em relação aos investimentos em títulos de dívida emitidos por esse país. É uma medida da probabilidade de um país não conseguir honrar seus compromissos financeiros, o que pode resultar em calote ou em atraso no pagamento de suas dívidas. O risco país pode ser influenciado por diversos fatores, incluindo a estabilidade política, a situação econômica, a política monetária, o ambiente de investimento e

as políticas de seu governo. As agências de classificação de risco, como Standard & Poor's, Moody's e Fitch, emitem avaliações sobre o risco país de várias nações.

Já o risco soberano é um componente do risco país e se refere especificamente à probabilidade de um governo central ou soberano não conseguir cumprir suas obrigações financeiras, como o pagamento de dívidas ou títulos do governo. Envolve a capacidade do governo de gerar receitas suficientes para cobrir seus gastos, bem como a confiança dos investidores na gestão fiscal e política do país. O risco soberano pode ser influenciado por fatores como níveis de endividamento público, capacidade de arrecadação fiscal, políticas fiscais, estabilidade política e a confiança dos investidores no governo. O risco soberano é avaliado através de classificações de crédito emitidas por agências como as mencionadas anteriormente.

Utilizando as definições fornecidas pela própria Standard & Poor's para sintetizar o que foi apresentado nos parágrafos anteriores, as classificações de crédito representam uma tentativa de estimar o nível de risco envolvido no investimento ou no empréstimo de dinheiro a uma determinada empresa ou outra entidade, incluindo também os governos nacionais e estaduais e agências governamentais. Uma classificação de crédito elevada indica que, na opinião da agência de classificação que a emitiu, uma instituição emissora de títulos provavelmente pagará as suas dívidas aos investidores sem dificuldades. Uma classificação de crédito baixa sugere que poderá ter dificuldades em efetuar os seus pagamentos ou mesmo não os conseguir fazer. Assim, os investidores e credores utilizam classificações de crédito para decidir se farão negócios com a entidade avaliada e para determinar quais os níveis de retorno – prêmio de risco – esperariam receber para compensá-los pelo risco envolvido.

Na prática, os títulos emitidos por uma instituição com uma classificação de crédito elevada pagam juros menores do que as emitidas por uma entidade com uma classificação de crédito mais baixa. Assim, essas classificações são de extrema importância para a análise dos investidores no momento de decidir as alocações de seus portfólios. No entanto, além dos investidores, elas (classificações) também são de interesse das próprias instituições que as agências avaliam. Uma classificação elevada pode dar a uma empresa ou governo acesso ao capital de que necessita a taxas de juros mais ou menos atrativas, a depender do diagnóstico fornecido pelas agências. Ou seja, um *rating* baixo pode significar que a instituição poderá ter de pagar taxas muito mais elevadas – isso se conseguir acesso ao capital. As próprias entidades normalmente solicitam que elas mesmas, ou os títulos que emitem, sejam avaliados e pagam às agências de classificação para isso ocorra.

Entendo as classificações em si, elas podem ocorrer em nível de país, instituição e ativo e são classificadas da seguinte forma: (i) *investment grade* ou grau de investimento, são as classificações mais elevadas, que indicam que o país é considerado de baixo risco e tem uma alta capacidade de cumprir seus compromissos financeiros. As classificações típicas incluem AAA, AA, A e BBB. Esses países tendem a oferecer taxas de juros mais baixas em seus títulos, pois são percebidos como investimentos seguros; (ii) *non-investment grade* ou grau de não-investimento, também conhecido como grau especulativo ou "*junk*" (ativos de baixa qualidade, literalmente traduzidos como lixo) e inclui classificações mais baixas, como BB, B, C e assim por diante. Esses países são considerados mais arriscados, com maior probabilidade de inadimplência. Os investidores que compram títulos de países com classificações de grau especulativo geralmente exigem taxas de juros mais altas – também conhecidos como títulos *high yield* - para compensar o risco;

Continuando, as agências também classificam como (iii) *default* ou inadimplência, e essa classificação indica que o país já falhou em cumprir seus compromissos financeiros ou está em iminente perigo de fazê-lo. Além disso, outros dois termos utilizados por essas agências são amplamente populares, sendo eles: *outlook* ou perspectiva, que aparece como um complemento da classificação principal, sendo uma perspectiva para o futuro. Por exemplo, uma classificação AAA com uma perspectiva negativa sugere que a agência está preocupada com a capacidade futura do país de manter essa classificação e; *rating watch* ou monitoramento da classificação, que indica que a agência de classificação está monitorando de perto a situação do país e pode atualizar a classificação em breve.

Figura 1 - Classificação dos *ratings* de crédito, por agência

S & P Global	Moody's	Fitch Ratings	Classificação
AAA	Aaa	AAA	Grau de investimento
AA	Aa	AA	
A	A	A	
BBB	Baa	BBB	
BB	Ba	BB	Grau de especulação
B	B	B	
CCC	Caa	CCC	
CC	Ca	CC	
C	C	C	
D		RD	
		D	

Fonte: Standard & Poor's, Moody's, Fitch e Elaboração Própria

Um tipo de derivativo financeiro⁶ que reflete bastante as oscilações internas do país que o ativo foi emitido – e naturalmente o *rating* de crédito do mesmo – é o *Credit Default Swap* (CDS). Segundo o *Chartered Financial Analyst* (CFA) Institute, que é uma associação global de profissionais de investimentos, o CDS é um derivativo financeiro que permite a um investidor trocar (*swap*) ou compensar seu risco de crédito com o de outro investidor. Para trocar o risco de inadimplência, o investidor compra um CDS de outro investidor que concorda em reembolsá-lo em caso de inadimplência da instituição emissora do título em si. A maioria dos contratos de CDS são mantidos através de um pagamento periódico de prêmios, semelhante àqueles presentes em uma apólice de seguro. Um agente que está preocupado com a inadimplência de um devedor geralmente usa um CDS para mitigar esse risco de evento de crédito⁷.

Em suma, o CDS é um contrato bilateral que permite ao investidor comprar proteção para crédito específico contra evento de crédito do emissor de determinado ativo, evento esse que poderia ser inadimplência, falha em pagamentos, reestruturação de dívida ou falência do emissor do ativo. Para adquirir essa proteção, o comprador faz pagamentos periódicos ao vendedor, normalmente trimestrais ou semestrais, especificados como porcentagem do

⁶ É um tipo de contrato financeiro cujo valor depende de um ativo subjacente, grupo de ativos ou taxa de referência. Um derivativo é definido entre duas ou mais partes que podem negociar em bolsa ou balcão.

⁷ O evento de crédito é um gatilho que faz com que o comprador do CDS liquide o contrato. Os eventos de crédito são acordados no momento da compra do CDS e fazem parte do contrato, alguns exemplos são: inadimplência do emissor da dívida, moratória e intervenção governamental.

principal, chamando também de *spread*, que reflete o custo para a proteção contra eventos de *default* (crédito). Assim, quanto maior o risco de algo incidir em risco de crédito, maior será o valor desse prêmio de risco, ou seja, mais remuneração o vendedor do CDS irá desejar para oferecer proteção contra esses tais riscos. A dinâmica do CDS da Turquia será analisada no capítulo 3.

Os agentes mais comuns e interessados na utilização do CDS são: (i) bancos, operando da compra e venda do derivativo; (ii) seguradoras, (iii) corretoras, (iv) *hedge funds*; (v) fundos de pensão; (vi) empresas; (vii) fundos mútuos e; (viii) agências governamentais. A liquidação/pagamento do CDS é sempre definida no momento de elaboração dos contratos e pode ocorrer em duas modalidades, dinheiro ou fisicamente. Segundo o Banco Central do Brasil (BCB), no primeiro caso (dinheiro) o comprador do CDS retém o ativo após o evento de crédito, porém é indenizado pelo vendedor por qualquer perda incorrida. Essa perda é calculada como a diferença entre o valor nominal e o valor do ativo após a falência, geralmente expressa como uma porcentagem do total, e é conhecida como taxa de recuperação ou *recovery rate*. Nessa modalidade há a dificuldade de precificação do ativo após o evento de crédito. No segundo caso (liquidação física), o comprador do CDS troca um bônus especificado em cesta de ativos pelo valor total de face dos títulos da instituição emissora. Essa opção é a mais comum, afinal, como destaca o BCB:

Na hipótese de default da entidade de referência, caso o comprador da proteção não tenha os papéis em sua carteira, mesmo com a deterioração das condições de liquidez, esses ativos podem ser adquiridos no mercado secundário com grandes deságios, por exemplo, ao preço de apenas 25% do valor de face. A diferença entre o valor de mercado do ativo em default e o preço de entrega ao vendedor da proteção, representa a compensação financeira do comprador da proteção. Uma vantagem dessa opção para o comprador de proteção é que, dada a dificuldade em se precificar o ativo após a insolvência, é mais fácil entregá-lo ao vendedor. Para os vendedores, a liquidação física pode ser a opção mais interessante, dada a possibilidade de reestruturação de dívida pelo emissor no futuro (por exemplo, a empresa pode negociar o pagamento da dívida, por meio do reescalonamento dos fluxos de pagamentos, que contemple a postergação de montantes vincendos no curto prazo e/ou deságios no principal devido, ou ser adquirida por outra empresa que assuma a dívida) e o ativo pode recuperar parte do valor, no longo prazo. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, pág. 11)

Além do CDS, outro indicador interessante que reflete algo próximo do risco país e risco soberano é o *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+). Segundo o BCB, o EMBI+ - elaborado pelo banco norte-americano J.P. Morgan Chase - é um índice composto por uma ponderação de instrumentos de dívida externa emitidos por governos de países emergentes, que

são ativamente negociados e denominados em dólar. O cálculo desse índice reflete as flutuações nos preços desses títulos, incluindo os retornos associados a eles. Ele é determinado pela média ponderada dos retornos diários dos títulos que o compõem, aplicada ao índice do dia anterior. A variação do índice entre duas datas corresponde ao rendimento da carteira durante esse período.

Esse índice é calculado em todos os dias úteis, seguindo o calendário em que se opera o mercado de títulos norte-americano, com a data de início de registro do índice em 31 de dezembro de 1993. Para a inclusão dos ativos no cálculo do EMBI+, três critérios devem ser atendidos, sendo eles: (i) país emissor tem que ter rating máximo BBB+/Baa1; (ii) maturidade de no mínimo 2,5 anos e; (iii) alguns critérios de liquidez mais específicos, que fogem do escopo de análise dessa monografia. Ainda segundo o BCB, o cálculo do índice é realizado através de uma composição de três tipos de dívidas dos países emergentes – *bradies*⁸, eurobônus e empréstimos externos de entidades soberanas – e ocorre da seguinte forma:

Calcula-se inicialmente o retorno diário para cada instrumento individual, e a partir daí calcula-se a média aritmética dos retornos diários ponderada pelo valor de mercado para cada tipo de dívida. Finalmente, estima-se a média aritmética dos retornos diários médios dos três tipos de instrumentos, ponderada pelos respectivos valores de mercado. O resultado é uma taxa de retorno para o EMBI+ como um todo, que é aplicada ao índice do dia anterior para se chegar ao índice do dia corrente. O cálculo do spread over Treasury é a diferença entre o rendimento de cada papel até o vencimento (ou *yield to maturity*) e o rendimento de ponto correspondente na curva de papéis do Tesouro norte-americano, e é expresso em pontos-base. Considerando-se o spread para o índice como um todo, utiliza-se o mesmo procedimento de cálculo, mas adicionando-se os fluxos de caixa dos papéis que compõem a carteira do índice. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, pág. 7)

⁸ Segundo o Banco Central do Brasil (BCB), os *bradies* são os títulos criados por ocasião da reestruturação das dívidas externas de países que aderiram ao Plano Brady na década de 1990.

2 ANÁLISE DA PERIODICIDADE DOS FLUXOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS A PARTIR DÉCADA DE 90

Neste capítulo será desenvolvida uma apresentação e análise dos chamados ciclos de liquidez internacional e como esses influenciam na dinâmica dos fluxos de capitais entre os países ao redor do globo. Como já fora apresentado nessa monografia (Capítulo 1), os países periféricos operam em uma dinâmica centro-periferia que culmina em assimetrias monetárias e financeiras que levam a uma vulnerabilidade econômica destes em relação aos países centrais. Esses momentos de vulnerabilidade estão correlacionados com os ciclos de liquidez internacional, à medida que esses ora se expandem em direção aos países periféricos e ora se comprimem em volumes menores. Assim, essa seção irá traçar uma análise do contexto das inovações financeiras nos anos 1990, que impulsionaram o dinamismo dos fluxos financeiros internacionais direcionados aos países periféricos, avançando na dinâmica dos ciclos de liquidez internacional para estes países (periféricos) a partir da década de 90, com ênfase nos anos que se seguiram na segunda metade dos anos 2000. Além disso, foram contemplados nessa seção os períodos de aumento simultâneo no fluxo de recursos em direção a um conjunto de países periféricos, que o FMI nomeou como episódios de “surto de recursos”, e a análise e correlação do *Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index (VIX)* – amplamente conhecido como VIX e lembrado também como “índice do medo” – com a percepção de risco dos investidores e a dinâmica dos ciclos de liquidez para os países periféricos.

2.1 AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS DOS ANOS 1990 E O INÍCIO DO DINAMISMO DOS FLUXOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS

Revisando sucintamente a ideia central do que foi discutido no Capítulo 1 e utilizando o que foi desenvolvido no estudo de Corrêa, Mollo e Biage (2009), sabe-se que os países periféricos e suas respectivas moedas ocupam posições inferiores na hierarquia das moedas, de modo que os ativos denominados ou economias baseadas nestas (moedas) entram no radar dos investidores apenas em momentos de menor percepção de risco e maior apetite por retorno. Dessa forma, quando esse cenário de maior disponibilidade de fluxos financeiros a nível global

se instaura, maior também é a disponibilidade desses (fluxos) direcionados aos países periféricos. No entanto, como destacam os autores previamente citados, esses capitais geralmente possuem viés de curto-prazo e alta liquidez, operando como capital especulativo e podendo sair do país rapidamente em momentos de incerteza ou mudança na percepção de risco por parte dos investidores.

Além de possuírem as características citadas no parágrafo anterior (viés de curto-prazo e alta liquidez), esses capitais influenciam significativamente na economia interna do país periférico. Assim, apesar de o volume dos fluxos financeiros direcionados aos países periféricos exercer pouco peso sobre a rentabilidade dos portfólios globais, quando se contrasta esse mesmo volume à dimensão do mercado interno do país periférico que recebeu tais recursos, esse (volume) tem proporções grandiosas e relevantes ao ponto de gerar desde uma instabilidade momentânea na economia e política local até mesmo uma crise de longo prazo (PRATES, 2005). O volume, direção e duração do fluxo de capital dependem, em último caso, de fatores exógenos àqueles países fora do centro, de modo que estes (países) estão sempre sujeitos à alteração da percepção de risco dos investidores globais e, conseqüentemente, da saída dos fluxos recebidos em um curto espaço de tempo.

Como aponta Studart (2003), o formato da integração financeira internacional é uma integração entre parceiros desiguais. E é nesse contexto que se revela a importância do estudo dos ciclos de liquidez internacional – e da periodicidade dos fluxos financeiros – no entendimento de como o capital estrangeiro se comporta em tempos de menor percepção de risco e maior apetite por retorno – ciclos de alta na liquidez internacional – e maior percepção de risco e menor apetite por retorno – ciclos de baixa na liquidez internacional. Segundo Souza (2021), que se baseou no estudo de Biancarelli (2007), os ciclos de alta na liquidez internacional são caracterizados por maiores preços nos ativos – inclusive aqueles considerados de risco – e nos ciclos de baixa na liquidez internacional, há uma queda desses (preços).

Além disso, Souza (2021) e Biancarelli (2007) destacam que os principais determinantes desses ciclos em nível global são dois: (i) a taxa de juros norte-americana, pois, o nível dessa variável influencia os investidores a buscarem alternativas em outros países (em caso de uma taxa menor) ou a manterem seus investimentos no que é conhecido como *safe heaven* (em caso de taxa de juros maiores) e; (ii) a preferência pela liquidez dos investidores, que se baseiam em expectativas futuras otimistas ou pessimistas para determinar o seu apetite por risco no processo de alocação dos portfólios. Antes de prosseguir com a apresentação dos ciclos em si, assim como da relação do Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index (VIX) com esses períodos de maior ou menor percepção/apetite por risco, é importante desenvolver como

os conceitos de classificação de risco apresentados no Item 1.3 se tornam relevantes nesse contexto e são utilizados pelos investidores justamente nessa elaboração das expectativas futuras.

Como citado no início do Item 1.1, observa-se uma maior vulnerabilidade dos países emergentes às crises financeiras a partir dos anos 1990, e esse recorte temporal não ocorreu por acaso. Fora ao final dos anos 1980 e meados dos anos 1990 que surgiram várias inovações financeiras e a liberalização dos movimentos de capitais que culminaram no que Prates e Farhi (2004) chamou de globalização financeira. E à medida que essas inovações financeiras e a liberalização dos movimentos de capitais foram sendo compreendidas pelas mudanças regulatórias dos países emergentes, estes (países) vislumbraram um aumento significativo no volume de capitais de origem externa. Instalou-se então um processo de abertura financeira nesses países periféricos que, em momentos de bonança na circulação dos fluxos internacionais, favorecia e facilitava a entrada de capitais e, em períodos de estrangulamento dos recursos internacionais, também favorecia e facilitava a retirada desses mesmos capitais. A volatilidade dos fluxos de capitais passa, portanto, a ser muito maior.

Cada vez mais inseridos nesse cenário que se desenvolvia a partir dos anos 1990, os países periféricos passam a interagir – na dinâmica dos mercados financeiros – com cada vez mais agentes, de maneira que esses investidores globais e outros agentes de grande porte também passam a ter a flexibilidade de deslocar os seus recursos nas mais variadas regiões geográficas, à medida que buscam maior retorno para seus portfólios. Desse contexto, surge a necessidade da criação do que Pereira (2015) chamou de indicadores síntese de sentimento e condições de confiabilidade. Em outras palavras, os investidores globais, ao lidarem com uma grande quantidade de informações necessárias à tomada de decisão de seus investimentos, demandavam um formato mais objetivo de se classificar os mercados periféricos passíveis de receberem seus investimentos. É justamente através dos indicadores de risco apresentados no Item 1.3 que essa necessidade foi atendida.

Conforme já mencionado nessa monografia, as agências de *rating* (S&P, Moody's & Fitch) elaboram as classificações de crédito visando avaliar o nível de risco associado a investir em uma determinada empresa, entidade ou até mesmo em governos nacionais, estaduais e agências governamentais. Uma classificação de crédito mais elevada reflete a crença da agência de classificação de que a entidade emissora de títulos provavelmente cumprirá suas obrigações de pagamento aos investidores sem contratempos. Por outro lado, uma classificação de crédito mais baixa indica a possibilidade de dificuldades em cumprir os pagamentos ou até mesmo a impossibilidade de fazê-los. Portanto, investidores e credores utilizam essas classificações de

crédito para tomar decisões sobre transações com a entidade avaliada e para determinar os níveis de retorno, ou prêmio de risco, que esperariam receber como compensação pelo risco da operação.

Ocorre, no entanto, que as notas também são influenciadas por outros fatores, não vinculados aos indicadores concretos dos países e/ou títulos que estão sob análise. A propósito, ainda que o movimento das notas seja relativamente estável, ele não deixa de ser condicionado por fatores subjetivos, conjunturais e por comportamentos especulativos dos mercados. É possível observar, por exemplo, que em diferentes momentos, países possuidores de melhores indicadores econômicos concretos (DLSP/PIB, NFSP/PIB, inflação, entre outros) possuem notas mais baixas do que congêneres em situações comparativamente piores. É possível observar também como choques ocorridos em países periféricos específicos (como no caso das crises do México, da Ásia e da Rússia) provocam movimentos de efeito contágio e, portanto, alteram as avaliações das Agências de Rating e reforçam o próprio contágio em si. Além disso, também se observa que as Agências de Rating nem sempre estão aptas a capturarem dificuldades de pagamento dos devedores considerados nível *'investment grade'*. Este é o caso do que aconteceu com os países asiáticos sob ataque em 1997. (PEREIRA, 2015, pág. 44)

Assim, como destaca Pereira (2015), as agências classificadoras de risco não estão isentas de cometer equívocos e estabelecer classificações enviesadas ou distorcidas por fatores não concretos e intrínsecos ao objeto de avaliação do risco em questão. Exemplos ao longo da história econômica recente, como a crise dos países asiáticos em 1997 e do *subprime*⁹ em 2008, refletem a falta de acurácia desses *ratings* em momentos de estresse generalizado. Apesar disso, elas seguem sendo utilizadas em ampla escala pelos investidores.

2.2 OS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL PARA OS PAÍSES PERIFÉRICOS A PARTIR DOS ANOS 1990

Contextualizadas as mudanças trazidas pelas inovações financeiras a partir dos anos 1990 e a relação dos investidores globais com o que Pereira (2015) chamou de indicadores síntese de sentimento e condições de confiabilidade, parte-se para a apresentação da divisão

⁹ *Subprime* é uma classificação de crédito que faz referência aos tomadores de crédito com histórico duvidoso ou de risco. Como os mutuários dessa categoria são considerados mais arriscados do que os demais, os empréstimos classificados como *subprime* estão sujeitos a taxas de juros superiores à média. O termo ficou muito famoso a partir da crise financeira que flagelou os mercados – principalmente o norte-americano – a partir de 2008.

dos ciclos de liquidez internacional em si. No desenvolvimento dessa monografia, serão utilizados dois estudos para fundamentar essa divisão dos ciclos de liquidez internacional a partir dos anos 1990. O primeiro estudo é referente a Pereira (2015), que faz uma elaboração da periodização da liquidez a nível global entre os anos de 1992 e 2014 e, o segundo estudo é o de Souza (2021), que traça a continuação dessa periodização a partir de 2014 até 2019. Além disso, ambos os autores citados discorrem a respeito do que o Fundo Monetário Internacional (FMI) chama de “surtos de recursos”, que seriam aqueles períodos intraciclos de liquidez internacional onde houve um aumento simultâneo no fluxo de recursos em direção a um conjunto de países periféricos. É um movimento generalizado de influxo de capitais aos países fora do centro. Esse assunto em específico – dos “surtos de recursos” – será abordado em uma subseção a parte (Item 2.3).

Vale ressaltar, no entanto, que o objetivo de estudo dessa monografia se restringe a apenas apresentar e discorrer brevemente sobre os ciclos de liquidez internacional identificados a partir do ano de 1992. Afinal, uma infinidade de eventos econômicos a nível global ocorreu nesse interregno – que contribuíram e influenciaram em maior ou menor escala no surgimento e dinâmica desses ciclos – e suas causas e efeitos poderiam ser objeto de estudo de um trabalho muito mais amplo, que foge o escopo do que é proposto aqui. Dito isso, Pereira (2015) elabora uma divisão que compreende cinco ciclos de liquidez internacional entre os anos de 1990 e 2014, de forma que a periodização inclui os seguintes recortes cronológicos: (i) 1992Q1-1998Q3¹⁰; (ii) 1998Q4-2002Q4; (iii) 2003Q1-2008Q3; (iv) 2008Q4-2009Q2 e; (v) 2009Q3-2014. Souza (2021) evolui na escala cronológica e apresenta os seguintes recortes: (i) 2013Q3-2015Q4; (ii) 2016Q1-2017Q4 e; (iii) 2018Q1-2019Q4. Rearranjados para conversarem cronologicamente e organizados na forma de um quadro, têm-se o seguinte:

Quadro 1 - Ciclos de liquidez internacional entre 1990 e 2019

- | | |
|------|--|
| (i) | 1992Q1-1998Q3: Fase de liquidez, apesar das crises do México e da Ásia. A crise da Rússia marca o fim deste movimento de liquidez. |
| (ii) | 1998Q4-2002Q4: Fase de instabilidade, caracterizada por rápida alternância entre períodos de expansão e escassez de fluxos financeiros internacionais. Durante esse período, ocorreram crises no Brasil, Argentina e Turquia. |

10 O “Q” nos intervalos de tempo apresentados é uma abreviação do termo inglês *quartile*, que é equivalente ao trimestre em português.

- (iii) **2003Q1-2008Q3:** Fase de liquidez, com ajuste e crescimento de países periféricos na Ásia, América Latina e Europa. Além destes (países), houve o crescimento também dos países de centro, acompanhado por um substancial aumento nos preços das commodities.
- (iv) **2008Q4-2009Q2:** Fase de instabilidade, foi nesse período que se observou em ampla dimensão o movimento de *flight to quality*¹¹, com os investidores reagindo à explosão da crise do *subprime* nos Estados Unidos, que logo se espalhava para outros países do globo, inclusive países periféricos da Europa como Grécia, Portugal, Irlanda, Itália e Espanha.
- (v) **2009Q3-2013Q2:** Fase de liquidez, como efeito das políticas norte-americanas para combater os efeitos da crise de 2008. Os Estados Unidos reduzem drasticamente suas taxas de juros, o que resulta em uma nova injeção de liquidez a nível internacional e em uma redução geral das taxas de juros de outros países do centro. O movimento resulta em maior apetite por risco e busca pelo *spread* no retorno de ativos de países periféricos. Destaca-se que a dinâmica de expansão da liquidez nesse interregno não foi contínua, mas que oscilou com eventos ocorridos, principalmente, a partir do 2011Q4. Foi nesse trimestre que se tornou evidente a piora do cenário econômico global, afinal, a Zona do Euro estava em estresse financeiro, com a crise de alguns países membros
- (vi) **2013Q3-2015Q4:** Fase de instabilidade, com a sinalização dos Estados Unidos de que iria reverter a sua política de redução nas taxas de juros, ainda que amenizada pela manutenção das baixas taxas de juros em outros países centrais. Surgimento de crises e desaceleração econômica no Brasil, Rússia e África do Sul, assim como queda do dinamismo na economia chinesa. Queda no preço das commodities.
- (vii) **2016Q1-2017Q4:** Fase de melhora, porém a liquidez seguia abaixo dos ciclos anteriores. 2017 foi o primeiro ano de crescimento econômico efetivo acima dos projetados desde 2011. Melhora do comércio internacional e no preço das commodities. Aparecimento do *Brexit*¹².
- (viii) **2018Q1-2019Q4:** Fase de instabilidade, com o início do “*Trade War*”¹³. Frustração dos prognósticos de crescimento (principalmente da América Latina e Caribe) e de reversão das políticas de afrouxamento monetário. Queda expressiva e progressiva da liquidez internacional no tempo, indo para o pior nível dos último 20 anos. Aprofundamento nas discussões do *Brexit*. Queda no preço das commodities. Desaceleração no crescimento dos Estados Unidos.

Fonte: Pereira (2015), Souza (2021) e Elaboração Própria

Discorrendo sobre a composição dos ciclos em si (Quadro 1) e começando pelo período que compreende os anos entre 1992Q1-1998Q3, este foi um período marcado pela presença de

11 Traduzido literalmente como “voo para a qualidade”, reflete um movimento generalizado por parte dos investidores em busca de ativos que proporcionam maior segurança. Historicamente, ocorre em momentos de crise e beneficia ativos de *rating* em grau de investimento, ouro e moedas fortes.

12 *Brexit* é a junção dos termos em inglês *British* e *exit* que faz referência à decisão do Reino Unido em um referendo de 23 de junho de 2016 de deixar a União Europeia (UE). Após anos, o *Brexit* ocorreu efetivamente em 31 de janeiro de 2020.

13 “*Trade War*” é o termo comumente utilizado para se referir ao período entre 2018 e 2020 onde os Estados Unidos e a China se ameaçaram e impuseram tarifas comerciais punitivas entre si. Uma guerra comercial acontece quando um país retalia contra outro, aumentando as tarifas de importação ou impondo outras restrições às importações do outro país.

liquidez internacional com certa instabilidade nos influxos direcionados aos países periféricos, que foi interrompido com o aparecimento das crises econômicas no México (1994) e da Rússia (1998). Voltando um pouco no período analisado e utilizando a abordagem feita por Bresser-Pereira (2008) para contextualizar o cenário da liquidez nos anos iniciais da década de 90, o autor aponta que fora a partir do lançamento do Plano Brady (1989) que os problemas com os influxos direcionados aos países periféricos observados nos anos 1980 se reverteram, afinal, foi essa iniciativa (Plano Brady) que ofereceu uma solução ao restaurar o acesso ao crédito para esses países. Isso permitiu que o excesso de liquidez internacional fosse redirecionado para os países emergentes ou de renda média, sob o argumento de que eles não dispunham de recursos internos suficientes para financiar seu desenvolvimento. Esse programa, aliado ao já mencionado processo de liberalização financeira e de mudanças regulatórias ocorrido na década de 90 favoreceram os influxos direcionados aos países emergentes.

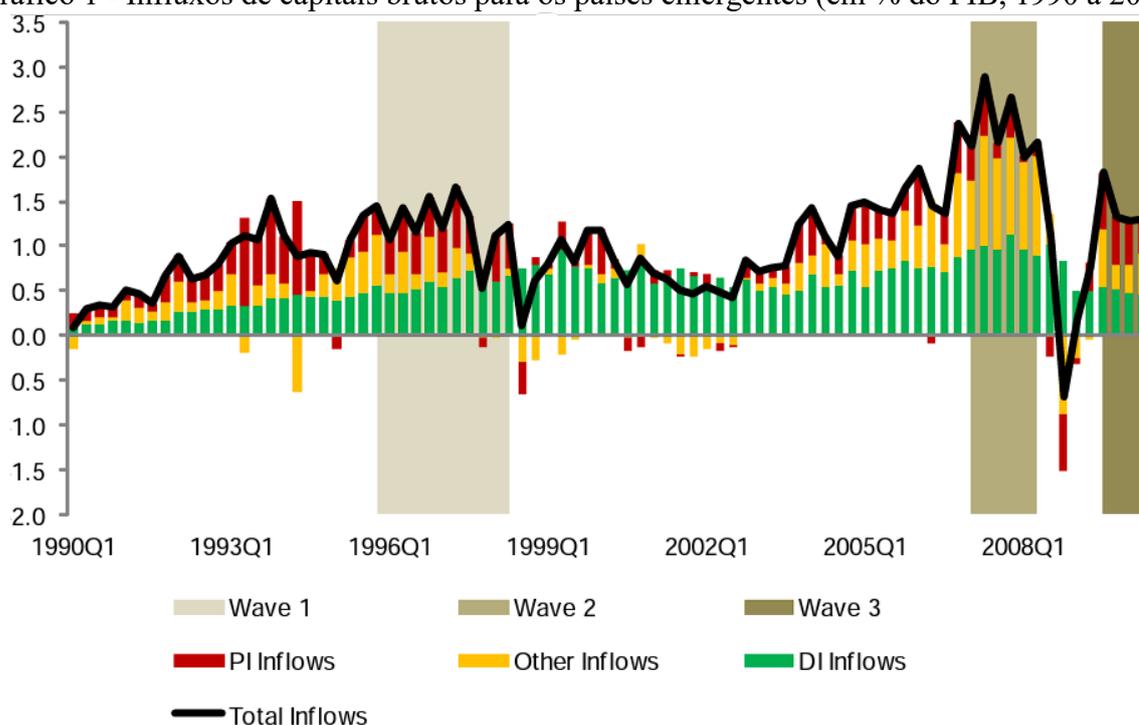
No recorte cronológico seguinte, que compreendeu o os anos entre (ii) 1998Q4-2002Q4, observou-se uma fase de escassez na liquidez internacional. Como destacou Souza e Corrêa (2023), essa virada de século fora marcada por diversos eventos dramáticos no que diz respeito a situação econômica global. Os autores destacam que foi um período caracterizado por uma forte instabilidade nos mercados financeiros – marcado pelas crises na Rússia (1998), no Brasil (1999), na Turquia (2001) e na Argentina (2002) – também pelas fraudes contábeis em empresas dos EUA e os atentados de 2001. Esses eventos resultaram em uma maior preferência pela liquidez por parte dos investidores, gerando uma demanda por ativos considerados mais seguros, como aqueles relacionados ou denominados pelas moedas dos países centrais.

No ciclo seguinte, que compreende os anos entre 2003Q1-2008Q3, registrou-se uma fase de alta liquidez no cenário internacional, com influxos volumosos direcionados aos países periféricos (Gráfico 1). Esse período é caracterizado por uma fase de crescimento econômico em várias economias ao redor do globo, com destaque para o dinamismo chinês. Outros países na América Latina e Europa também apresentaram taxas de crescimento econômico, medidas através da variação do Produto Interno Bruto (PIB), mais elevadas que aquelas observadas nos anos anteriores.

Essa fase de liquidez caracteriza-se por um maior apetite dos investidores ao risco; período de crescimento vigoroso e coordenado na maioria das economias, sobretudo, à expansão da China; elevado crescimento do comércio mundial e maior volume dos fluxos financeiros destinados aos países periféricos. No caso dos países centrais, graças às engenharias financeiras ligadas à securitização de recebíveis, articulada a esquemas de proteção nos mercados futuros, observa-se um expressivo

aumento do crédito destinado às famílias e à construção civil. É uma fase de expansão, de facilidade de acesso a recursos e de busca por aplicações rentáveis. No caso dos países periféricos da América do Sul, nesse período de liquidez, as economias dessa Região também apresentaram taxas de crescimento elevadas, sendo que grande parte dessas se beneficiou da expansão do comércio internacional de commodities. O crescimento do “apetite pelo risco” nesses anos de liquidez proporcionou um forte ingresso de recursos nos países periféricos, sobretudo em IC e para aqueles países que apresentavam mercados financeiros mais dinâmicos e ofereciam importantes diferenciais de juros. Ocorreu, também, um importante direcionamento de ID, sendo que os investidores buscavam, também, oportunidades ligadas ao potencial de crescimento que esses países apresentavam. (SOUZA, 2021, pág. 112)

Gráfico 1 - Influxos de capitais brutos para os países emergentes (em % do PIB, 1990 a 2008)

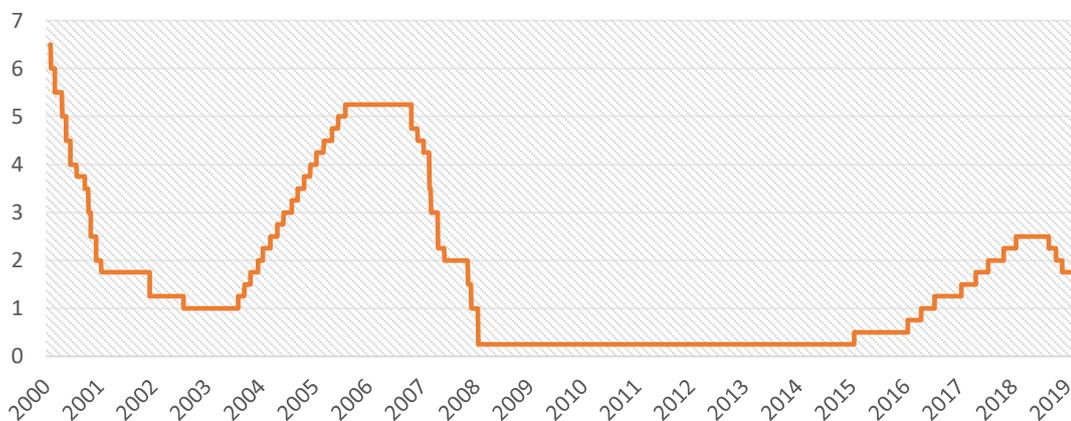


Fonte: International Monetary Fund (FMI) (2011)

Esse ciclo de bonança no trânsito de recursos a nível global se encerra por volta do segundo semestre de 2007, quando os efeitos da crise do *subprime* (2008) contaminam de fato a economia norte-americana e, rapidamente, as demais economias globais. Outro ponto importante de ser destacado nesse ciclo, como mencionou Pereira (2015) e Souza (2021), é que a taxa de juros dos países centrais, em especial a dos Estados Unidos, desempenha um papel fundamental na dinâmica do ciclo em questão. Os autores supracitados destacam que a trajetória não linear da taxa de juros causou uma oscilação na dinâmica dos fluxos dentro desse ciclo. A divisão que Pereira (2015) faz é a seguinte: (i) entre os anos de 2003 e 2004, observa-se a queda da taxa de juros norte-americana em um processo que já acontecia desde o início dos anos 2000; (ii) em meados de 2004, há reversão dessa queda e um processo de aumento que dura até

meados de 2006; (iii) a partir de 2007, há queda na taxa de juros. A dinâmica pode ser observada no Gráfico 2, que contém o movimento da *Fed Funds Target Rate* (FDTR)¹⁴, comumente conhecida como a taxa de juros básica da economia norte-americana.

Gráfico 2 - *Fed Funds Target Rate* (FDTR) (em %, 2000 a 2019)



Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

O ciclo seguinte, que compreende o período entre 2008Q4-2009Q2, foi caracterizado por um fase de extremo estresse na economia global, de maneira que os influxos direcionados aos países periféricos retraem fortemente. Nesse curto espaço de tempo os mercados e economias globais foram contaminados pelos efeitos da crise do *subprime* (2008), que impactou negativamente no sentimento de medo dos mercados – que no Item 2.4 será melhor abordado através da análise do *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) *Volatility Index* (VIX). Essa mudança no “humor” dos investidores causou uma grande aversão ao risco e, consequentemente, uma fuga massiva dos capitais aplicados em mercados emergentes. Essa queda nos fluxos de capitais direcionados para as economias periféricas entre os meses de 2008Q4-2009Q2.

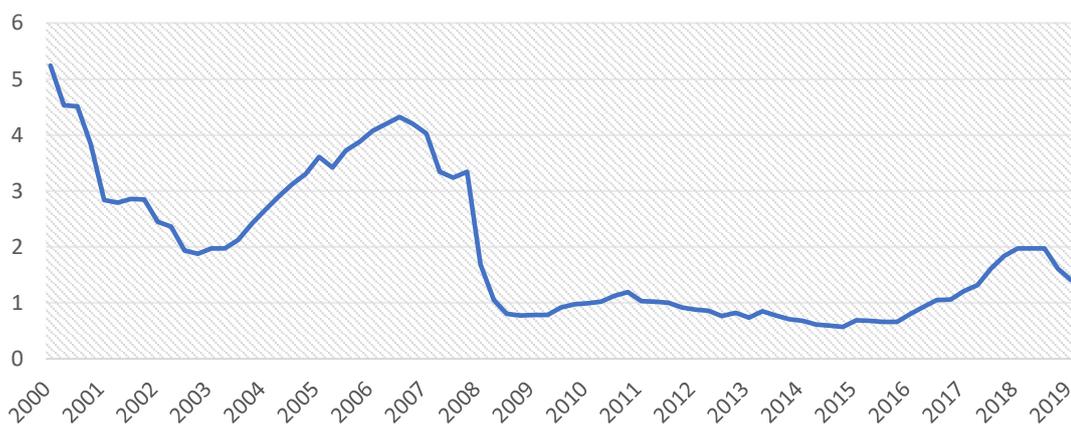
É nesse período que ocorreu um movimento descrito como *flight to quality* ou “voo para qualidade”. Esse termo é utilizado para descrever o movimento de fuga de capitais de mercados considerados mais vulneráveis, como os dos países emergentes, em direção aos mercados mais desenvolvidos, que oferecem maior segurança aos investimentos. Como destaca Pereira (2015), o perfil do movimento de retração de liquidez presente neste período (2008Q4 -2009Q2) é diferente do observado durante as crises dos países asiáticos e da Rússia. A autora destaca que naquelas crises de 1997 (Países Asiáticos) e 1998 (Rússia), o “efeito contágio” entre os países

¹⁴ *Fed Funds Target Rate* (FDTR) é uma taxa de juro alvo definida pelo banco central norte-americano – Federal Reserve ou Fed – nos seus esforços para influenciar as taxas de juro de curto prazo como parte da sua estratégia de política monetária.

periféricos se deu por uma avaliação dos agentes internacionais de que essas economias careciam de ajustes internos devido ao “alto endividamento externo em dólares, baixo crescimento e altos níveis da Dívida Pública”. Em 2008, porém, essas economias emergentes já apresentavam melhor qualidade nos fundamentos econômicos internos, assim como crescimento econômico acima da média. Como afirma Pereira (2015, pág. 51): “o movimento de retração de recursos explicita o seu caráter: de ‘fuga para a qualidade’, no sentido em que os capitais buscam aplicações em ‘moeda forte’, mesmo considerando os bons indicadores dos países periféricos que eles estavam deixando.”

No ciclo seguinte, que compreende os anos entre 2009Q3-2013Q2, houve a presença de um novo ciclo de liquidez no cenário internacional. Pereira (2015) destaca que o “retorno dos recursos é rápido”, fazendo referência ao curto período de estresse observado entre 2008Q4-2009Q2. O principal motivo para a volta do apetite por risco dos investidores está relacionada ao movimento do Federal Reserve de corte abrupto nas taxas de juros (Gráfico 2), visando estimular a economia no pós-crise. Essa ação de redução nos juros abre o *spread* entre o retorno das aplicações em juros no Estados Unidos e o retorno das aplicações em juros nos mercados emergentes, de maneira que este último passa a se tornar mais atrativo aos olhos dos investidores. Outros bancos centrais de países desenvolvidos, como Banco Central Europeu (BCE), Banco da Inglaterra e Banco Central do Japão também fizeram o movimento de redução de suas taxas de juros (MARQUES & NAKATANI, 2013). O Gráfico 3 é um índice proposto pela Bloomberg que representa a taxa de juros média dos países desenvolvidos – nesse caso são os membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) – e serve para apresentar a dinâmica das taxas de juros das economias avançadas no período.

Gráfico 3 - Taxa de juros média dos países da OCDE (em %, 2000 a 2019)



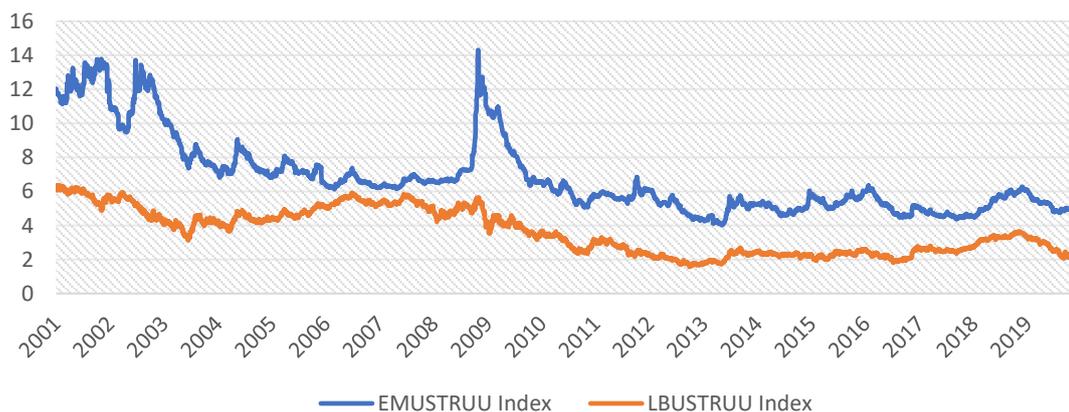
Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Antes de continuar com a apresentação da dinâmica do ciclo de liquidez entre os anos de 2009Q3-2013Q2, será feito o enriquecimento da análise contida nessa monografia com a exposição de um dado que exemplifica bem dois aspectos já discutidos nesse texto. O primeiro, apresentado no Capítulo 1, é de que na lógica da hierarquia das moedas e, conseqüentemente, dos ativos lastreados nelas ou nas economias que as representam, há sempre uma demanda pelos investidores de um prêmio de risco maior nos investimentos em países periféricos que naqueles nos países centrais. Essa exigência pode ser observada através do *spread* entre o retorno dos títulos de dívidas das empresas (*bonds*¹⁵) de países emergentes e desses mesmos títulos das empresas sediadas em países centrais. O segundo aspecto, mais prático, é o do diferencial de juros entre as economias desenvolvidas e emergentes, onde essas últimas naturalmente operam com juros mais elevados, o que favorece esse diferencial de retorno entre os títulos. Como dito anteriormente, durante o período 2009Q3-2013Q2 houve uma queda abrupta das taxas de juros nos países desenvolvidos, principalmente no início desse interregno destacado, o que estimulou os investidores a buscarem ativos com maior relação risco-retorno – maior apetite por risco – e evidenciou o *spread* entre o retorno dos títulos de mercados emergentes e desenvolvidos.

Um dado ótimo para avaliar tal dinâmica é o que está apresentado nesse trabalho, através da comparação entre o retorno dos *bonds* denominados em dólar de caráter soberano, quase-soberano ou corporativo de mercado emergentes – Bloomberg *Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index* ou EMUSTRUU – e os *bonds* denominados em dólar de grau de investimento de mercados desenvolvidos – Bloomberg *USAgg Index* ou LBUSTRUU. Basicamente, esse dado nos mostra o *spread* entre o retorno de títulos de mercados emergentes e títulos de mercados desenvolvidos. O Gráfico 4 apresenta os retornos de ambos os índices entre o período de 2001 e 2019, enquanto o Gráfico 5 traz o *spread* entre as duas linhas de retorno. De maneira sucinta, os dados indicam que naturalmente há um *spread* entre os retornos dos títulos – onde o dos países emergentes pagam mais que os dos desenvolvidos – e esse diferencial aumenta em tempos de crise, como pode ser bem observado no período entre 2008 e 2010 e posteriormente em 2020, com a vinda da crise sanitária promovida pelo COVID-19.

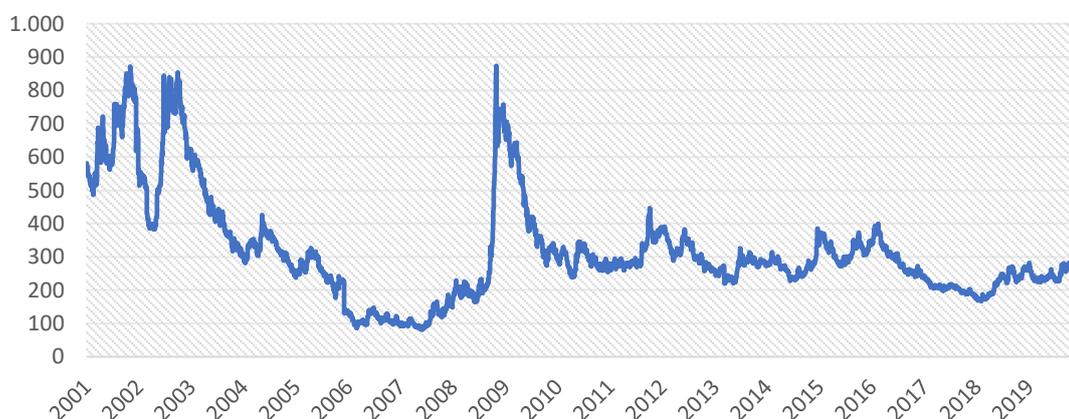
15 Um *bond* é um instrumento de renda fixa que representa um empréstimo feito por um investidor a um mutuário. São utilizados por empresas, municípios, estados e governos soberanos para financiar projetos e operações. Os proprietários de títulos são detentores de dívidas, ou credores, do emissor.

Gráfico 4 - EMUSTRUU Index vs LBUSTRUU Index (em %, 2001 a 2019)



Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Gráfico 5 - Spread EMUSTRUU Index vs LBUSTRUU Index (em pontos base, 2001 a 2019)



Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Voltando a discussão para a análise do ciclo de liquidez entre os anos de 2009Q3-2013Q2, fora nesse período que o termo *Quantitative Easing* (QE) se tornou amplamente divulgado pelos noticiários em geral, pois, foi utilizado no pós-crise de 2008 pelo Federal Reserve (Fed) para retomar o dinamismo e injetar liquidez na economia norte-americana e, conseqüentemente, em outras economias ao redor do globo. O mecanismo de QE é, basicamente, uma forma de política monetária onde o banco central do país, neste caso dos Estados Unidos, compra títulos do mercado para reduzir as taxas de juros e aumentar a oferta monetária. Maiores detalhes estão presentes na Figura 2. Esse processo cria reservas bancárias, proporcionando aos bancos mais liquidez e incentivando a concessão de empréstimos e o investimento.

Figura 2 - Rodadas do *Quantitative Easing*

Programa	Data anúncio	Meta para data final	Total adquirido em títulos
QE1	25 de novembro de 2008	Em vários períodos	Dívidas de GSEs: US\$100 bilhões MBS: US\$ 500 bilhões
	18 de março de 2009	Até 30 de setembro de 2009 para <i>Treasuries</i> Até 31 de dezembro de 2009 para dívida de agências e MBS	Dívidas de GSEs: até mais US\$ 100 bilhões MBS: mais US\$ 750 bilhões <i>Treasuries</i> de longo prazo: US\$ 300 bilhões
QE2	3 de novembro de 2010	30 de junho de 2011	<i>Treasuries</i> de longo prazo: US\$ 600 bilhões
Operação twist (1)	21 de setembro de 2011	30 de junho de 2012	<i>Treasuries</i> de longo prazo: US\$ 400 bilhões
	20 de junho de 2012	31 de dezembro de 2012	Montante limitado ao restante de títulos de curto prazo
QE3	13 de setembro de 2012	Não especificada	Compra de US\$ 40 bilhões/mês de MBS e <i>Treasuries</i> de longo prazo
	12 de dezembro de 2012	Não especificada	Aumento das compras de MBS e <i>Treasuries</i> de longo prazo para US\$ 85 bilhões/mês

Fonte: Mattos (2015)

Segundo Souza (2021) e Lellis Junior (2015), cerca de US\$ 3,6 trilhões foram injetados na economia americana por meio da compra de títulos lastreados em financiamentos imobiliários e *treasuries*¹⁶. Sobre essa afirmação dos autores, o Gráfico 6 traz o dado referente ao balanço de ativos totais do Fed, indicando que o banco central dos Estados Unidos infla seu balanço em momentos de crise, adquirindo títulos e injetando liquidez na economia, como pode ser explicitamente observado na crise de 2008. Assim, os movimentos de redução nas taxas de juros de países centrais e a injeção de liquidez nos mercados através do QE favorece a rápida expansão dos fluxos de capitais para as economias periféricas a partir do ano de 2009.

¹⁶ *Treasuries* são títulos de dívida emitidos pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos para financiar gastos e obrigações do governo norte-americano.

Gráfico 6 - Ativos totais do Fed (em US\$ trilhões, 2000 a 2019)



Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Apesar de Pereira (2015) colocar o recorte 2009Q3-2013Q2 todo como um período marcado pela presença de liquidez internacional, tanto a autora quanto Souza (2021) destacam que a dinâmica de expansão da liquidez nesse interregno não foi contínua, mas que oscilou com eventos ocorridos, principalmente, a partir do 2011Q4. Foi nesse trimestre que se tornou evidente a piora do cenário econômico global, afinal, a Zona do Euro estava em estresse financeiro, com a crise de alguns países membros – principalmente a Grécia – contaminando a confiança dos agentes na capacidade do bloco reagir economicamente frente a uma situação que parecia seguir em constante piora. O reflexo dessa deterioração financeira é visto diretamente no setor financeiro europeu, como destacou Pereira (2015):

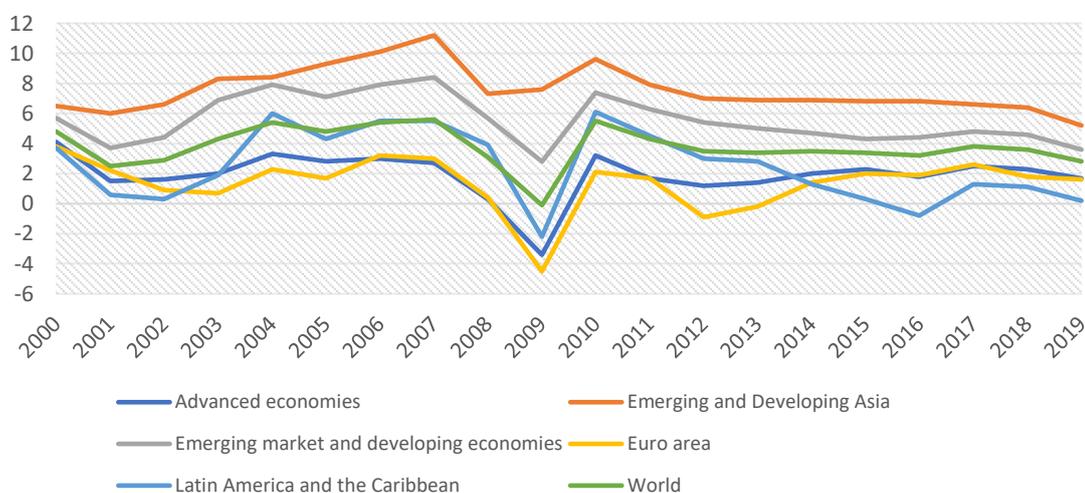
Dentre as adversidades, resalta-se os problemas dos bancos europeus que tinham alta exposição à dívida dos países periféricos que estavam sob ataque: Grécia, Portugal, Irlanda, Itália e Espanha (IMF, 2012). Estes bancos têm seus ativos contaminados e apresentam dificuldade de obtenção de recursos para sanarem seus balanços. O custo das linhas de crédito de curto prazo em dólar cresce rapidamente em novembro de 2011 e há uma piora das expectativas. Esse contexto, por sua vez, levanta temores de um movimento generalizado de desalavancagem por parte desses bancos. Ocorre aí um movimento de venda de ativos e de contração do crédito na Europa, reforçando a situação frágil da região (BIS, 2012; PRATES & CUNHA, 2013). A isto se soma ainda o fato de que os bancos europeus precisariam aumentar seu capital, por conta das regras de requerimento de capital que deveriam ser cumpridas até 2012. Ou seja; a percepção geral era a de que o ambiente econômico piorava, puxado pela situação dos bancos europeus. (PEREIRA, 2015, pág. 59)

O ritmo de crescimento das economias desenvolvidas desacelerou significativamente a partir desse período de 2011, como pode ser observado no Gráfico 7. Souza (2021) aponta que foram as ações tomadas para combater a crise na Europa, como a redução dos gastos

governamentais e a flexibilização do mercado de trabalho, resultaram em uma significativa diminuição dos salários. Além disso, a recuperação lenta dos Estados Unidos, combinada com o risco de contágio devido à deterioração da situação europeia, como consequência da interligação entre seus sistemas financeiros, agravou ainda mais o cenário.

Concomitante a esses fatores e, em parte, por conta dessa instabilidade nas economias europeias centrais e nos Estados Unidos, houve uma piora no quadro internacional dos mercados e também a redução no preço das commodities (Gráfico 8), afinal, a demanda por exportações desses países centrais se tornara mais modesta à medida que suas crises internas evoluíam. Sobre a reação das economias periféricas, afetadas pela piora nos mercados e preço das commodities, Souza (2021) destaca as medidas implementadas por esses países não se revelaram plenamente eficazes para contrabalançar essa situação, evidenciando a contínua suscetibilidade desses países em relação às economias centrais.

Gráfico 7 - Crescimento do PIB das regiões selecionadas (em %, 2000 a 2019)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI) e Elaboração Própria

Gráfico 8 - IMF *Commodity Index* (2003 a 2019)

Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Souza (2021) destaca que a situação começou a melhorar em meados de 2012, quando o Banco Central Europeu optou por injetar liquidez nos bancos enfrentando dificuldades, resultando também em um aumento da liquidez internacional. Além disso, o autor conclui que nesse período entre 2011Q4-2013Q2 – inserido no recorte temporal mais amplo de 2009Q3-2013Q2 adotado nessa monografia – houve sim a presença de volumes relevantes na liquidez internacional, porém, em níveis mais reduzidos quando comparados à fase inicial do recorte cronológico de 2009Q3-2013Q2.

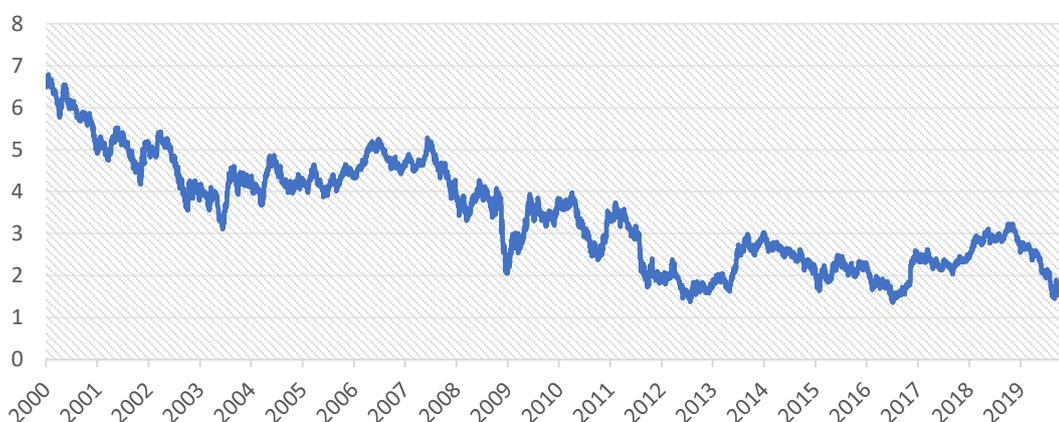
As políticas monetárias expansionistas das economias centrais, através da compra de ativos lastreados no mercado imobiliário e do tesouro e redução das taxas de juros, não surtiram efeitos sobre a expansão do crédito e da demanda agregada, em que as políticas fiscais contracionistas e a compressão salarial reforçaram essa dinâmica, no sentido de prejudicar o crescimento econômico. Um sistema financeiro sem reformas e acanhadas políticas macroeconômicas também dificultaram as condições das economias EED, com persistência do predomínio das atividades financeiras sobre as produtivas no mundo. (SOUZA, 2021, pág. 123)

No ciclo seguinte, que compreende os anos entre 2013Q3-2015Q4, a liquidez internacional foi reduzida e notou-se um aumento expressivo da instabilidade, afinal, as autoridades monetárias dos Estados Unidos sinalizavam para uma reversão em suas políticas de estímulo à economia adotadas nos pós-crise de 2008. Basicamente, isso indicava que os juros deveriam subir e o volume de compras de títulos por parte do Fed deveria cair. Contextualizando esse cenário, em 2013, o então presidente do Fed – Ben Bernanke – indicou que, em algum momento do futuro, a entidade iria reduzir o volume de suas compras de títulos. Como já abordado aqui nessa monografia, desde a crise de 2008, o Fed expandiu seu balanço

consideravelmente, aumentando-o de cerca de 1 trilhão de dólares para aproximadamente 3 trilhões de dólares, adquirindo quase 2 trilhões de dólares em títulos do Tesouro e outros ativos financeiros para sustentar o mercado (Gráfico 6). Assim, os investidores passaram a contar com o apoio maciço e contínuo do Fed para sustentar os preços dos ativos por meio de suas compras regulares de títulos e injeção de liquidez, criou-se uma espécie de “vício”.

Nesse momento, não houve venda efetiva de ativos pelo Fed, nem uma diminuição gradual de sua política de flexibilização quantitativa, apenas as declarações de Bernanke de que, em algum momento futuro, a instituição poderia considerar essa ação. No entanto, por conta desse “vício” e dependência dos mercados na atuação do Fed, a reação foi extrema. Os investidores e os mercados se inundaram de um sentimento negativo, pois, ponderavam que quando o maior comprador global de ativos (Fed) reduzisse sua demanda, o preço desses ativos iria despencar. Os detentores de títulos reagiram imediatamente à perspectiva de preços mais baixos no futuro, optando por vendê-los, o que, conseqüentemente, pressionou os preços dos títulos para baixo. É importante notar que a queda nos preços dos títulos resulta em rendimentos mais elevados, e, como resultado, os rendimentos dos títulos do Tesouro dos EUA dispararam (Gráfico 9). Esse movimento de pânico e reação expressiva dos mercados ficou conhecido como *Taper Tantrum* – que em tradução aproximada para o português, significaria algo como uma “birra” dos mercados ao movimento de afunilamento (*tapering*) das compras de títulos por parte do Fed.

Gráfico 9 - *Yield* do *treasury* de 10 anos dos Estados Unidos (em %, 2000 a 2019)

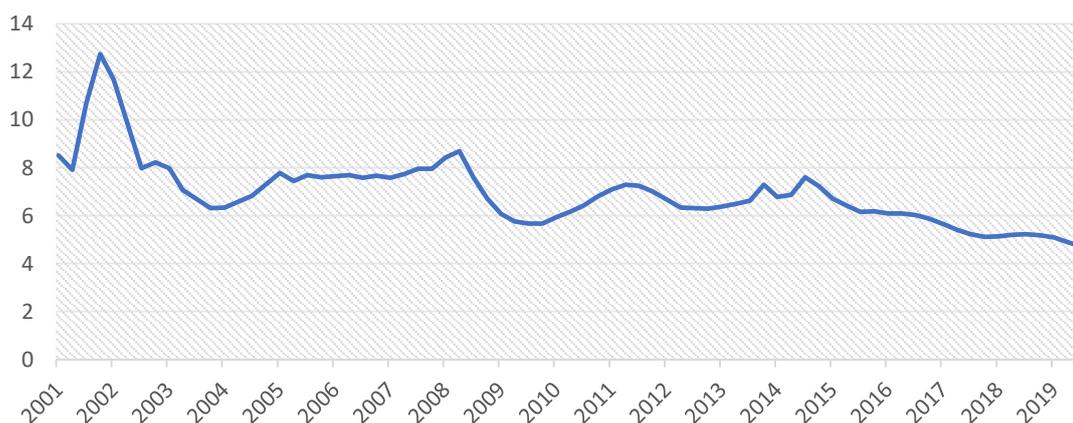


Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Como reação a esse estresse nos mercados, Souza (2021) destaca que os países periféricos, em geral, observaram a desvalorização de suas moedas e fizeram movimentos de elevação das taxas de juros (Gráfico 10) após o anúncio de um possível movimento de *tapering*

por parte do Fed. As economias latino-americanas apresentaram desaceleração econômica nesse período (Gráfico 7). Fazendo um parêntese, o autor destaca que houve um “sopro” de otimismo no período analisado, com uma aparência de melhora na economia do global, impulsionada principalmente por conta da retomada de algumas economias desenvolvidas, em especial as europeias. Apesar desse “sopro”, o período descrito foi de fato marcado por uma redução na liquidez internacional, assim como no preço das commodities (Gráfico 8).

Gráfico 10 - Taxas de juros médias dos países emergentes (em %, 2001 a 2019)



Fonte: Bloomberg, Elaboração Própria

Compilando os pontos apresentados a respeito do ciclo entre os anos de 2013Q3-2015Q4, o período então é marcado por um cenário internacional ainda vulnerável, com crescimento econômico fraco, desempenho modesto entre os países centrais e a piora/receio de piora da condição dos países emergentes – evidenciado pela queda no dinamismo econômico chinês e instabilidades observadas no Brasil, Rússia e China (SOUZA, 2021). Houve a reviravolta (*Taper Tantrum*) com o anúncio de reversão das políticas monetárias adotadas no pós-crise de 2008, assim como a subida efetiva dos juros norte-americanos ao final de 2015. A situação dos preços das commodities se deteriorava rapidamente. Somados, esses eventos geraram instabilidade na dinâmica de capitais a nível internacional e, conseqüentemente, implicou em uma redução na liquidez direcionada aos países periféricos.

Neste cenário, a fragilidade e o risco à baixa nos mercados eram presentes, com alta alavancagem e endividamento em moeda estrangeira nos países EED, e ativos sobre pressão caso a taxa de juros subisse mais que o esperado. Também para esses últimos países, vê-se, nesse momento, uma maior volatilidade nos mercados financeiros e dos fluxos de capitais, dado a retirada dos estímulos monetários. De 2010 a 2014, a economia mundial não apresentou reações à condição de baixo crescimento, e mesmo com a sinalização de melhora em 2014, as perspectivas de crescimento eram inferiores às alcançadas na primeira década dos anos 2000. O comércio internacional, por sua vez, apresentava dinâmica completamente diferente daquele período, permanecendo no marasmo a partir da crise de 2008. Assim, a possibilidade desse cenário permanecer nos anos posteriores caracterizava o que alguns analistas passaram a chamar de “novo-normal” (SOUZA, 2021, pág. 126)

O ciclo seguinte, compreendendo os meses entre 2016Q1-2017Q4, foi de fase de melhora no que diz respeito à liquidez internacional, porém, em níveis abaixo dos ciclos anteriores. Esse recorte temporal pode ser dividido em dois períodos, sendo eles: a dinâmica do ano de 2016 e a do ano de 2017. No ano de 2016, a situação econômica global era frágil, seguindo os eventos descritos no ciclo de 2013Q3-2015Q4. Esse prognóstico, segundo Souza (2021), se dá por conta de alguns fatores, sendo eles: (i) aumento no volume de dívidas e desigualdades sociais em um nível maior que o de 2008; (ii) maior volatilidade nos fluxos de capitais desde o anúncio do *tapering* pelo Fed em 2013, que levou economias emergentes fortes como a China a adotar medidas de controle de capital em 2016; (iii) foi no ano de 2016 que os Estados Unidos registraram pior desempenho econômico na década de 2010 (Gráfico 11); (iv) fraca demanda doméstica nas economias desenvolvidas da Europa, em conjunto com crises migratórias; (v) problemas de integração na Zona do Euro, com a Inglaterra apresentando a intenção de abandonar o bloco (*Brexit*) em 2016 e; (v) comércio internacional em decadência, por conta justamente dessa demanda mais fraca por parte das economias desenvolvidas, o que influenciou negativamente o preço das commodities (Gráfico 8).

Gráfico 11 - Variação do PIB dos Estados Unidos (em %, 2000 a 2019)



Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Já no ano de 2017, a situação parecia ter dado uma guinada, de modo que Souza (2021, pág. 131) destacou que desde 2011, “este foi o primeiro ano em que os crescimentos estimados foram superiores às projeções, evidenciando uma melhora do crescimento mundial acima do esperado.” Segundo o autor, esse foi o crescimento global – apesar de modesto – mais sincronizado desde 2010, que veio acompanhado de aumento dos preços das commodities, embora em níveis inferiores aos observados no início dos anos 2000, bem como ao retorno do crescimento no comércio internacional, ainda que de forma gradual. No entanto, apesar dessa melhora nos indicadores de forma generalizada, “a maioria dos países ainda não tinha retomado suas trajetórias de crescimento sustentado, com recuperação lenta e desequilibrada entre agentes, setores e regiões” (SOUZA, 2021, pág. 132). Nesse contexto, as economias emergentes tendiam a se beneficiar com o aumento dos preços das commodities, em particular o petróleo, embora fosse importante reconhecer que esse aumento poderia ter impactos negativos em alguns desses países.

Souza (2021) destaca que já em 2017 havia um movimento de depreciação das moedas e a saída de capitais – visando se adequar principalmente aos novos aumentos de taxas de juros pelo Fed – e, como o ciclo de liquidez em questão (2016Q1-2017Q4) era modesto em relação aos anteriores, ou seja, com certa facilidade para reversão, isso acarretaria a depreciação dos ativos, maior instabilidade financeira pressão sobre o crescimento. O autor fecha o raciocínio do período, portanto, afirmando o seguinte:

Destarte, o período retratado é de pequena melhora da liquidez internacional – como visto no indicador de liquidez proposto –, ainda que mantida num baixo nível. Não obstante, os prognósticos de recuperação sincronizada do crescimento mundial, feitos pelas instituições de previsão em 2017, foram frustrados já em 2018. Com isso, as expectativas dos bancos centrais e *policy makers*, de reversão das políticas monetárias frouxas, tiveram que ser abortadas, dando lugar à discussão de quando ocorreria essa inversão, sua velocidade e horizonte. (SOUZA, 2021, pág. 134)

Por fim, o ciclo de liquidez referente aos meses entre 2018Q1-2019Q4 foi um período marcado pela instabilidade nos fluxos de capitais a nível internacional. Utilizando o raciocínio final para a descrição do ciclo entre 2016Q1-2017Q4 e o conectando com a análise desse ciclo em questão (2018Q1-2019Q4), nota-se que “os prognósticos de recuperação sincronizada do crescimento mundial, feitos pelas instituições de previsão em 2017,” foram de fato frustrados já em 2018 (SOUZA, 2021, pág. 134). Os aumentos na taxa de juros nos Estados Unidos, assim

como o fortalecimento da moeda norte-americana – somado ao cenário de instabilidade causado pelo *Trade War* – levaram a uma forte reversão dos fluxos financeiros direcionados aos países emergentes (SOUZA & CORRÊA, 2023).

Assim, se instaurou uma dinâmica de queda constante na liquidez, com os piores níveis desde o início do milênio – os dados serão mais bem detalhados na subseção seguinte (item 2.3), onde serão apresentados os eventos de “surtos” de capital. Além disso, Souza e Corrêa (2023, pág. 360) destacam que “concomitante ocorreu a queda do preço das commodities e a frustração quanto ao crescimento das economias, sobretudo das EED da América Latina em 2019”. Os autores ainda destacam que, o cenário só não se agravou mais, pois, houve a manutenção de taxas de juros baixas em alguns países desenvolvidos – com destaque para os da Zona do Euro – e, conseqüentemente, de uma política de estímulo – expansionista.

O risco poderia elevar-se por vários fatores, dentre eles têm-se: i) crescente preocupação a respeito da resiliência dos mercados EED mais frágeis a eventos externos, principalmente aqueles países com poucas reservas internacionais; ii) aumento das tensões comerciais e políticas, sobretudo com a disputa comercial/tecnológica entre China e EUA e as possíveis sanções exercidas por esse último ao Irã, com o rompimento do acordo nuclear¹³; iii) aumento da incerteza quanto ao *Brexit*; iv) normalização das PM nos países centrais mais rápida que o previsto; v) elevado endividamento, sobretudo dos agentes não-financeiros – que estava em 250% do PIB, comparado a 210% do PIB em 2008. (SOUZA & CORRÊA, 2023, pág. 361)

Assim, o prognóstico do recorte temporal abordado (2018Q1-2019Q4) é de que esse período fora influenciado por (i) uma desaceleração generalizada nas economias desenvolvidas – com destaque para o desempenho fraco da economia norte-americana –; (ii) uma desaceleração das economias emergentes – com destaque para os países da América Latina e a China –; (iii) fortes pressões cambiais em países como Turquia e Argentina e; (iv) instabilidade, apesar de uma expectativa de melhora ao final do período, na situação da guerra comercial entre Estados Unidos e China (SOUZA & CORRÊA, 2023).

2.3 OS PERÍODOS DE “SURTOS DE CAPITAL” ENTRE 2000 E 2019

Como mencionado no início da subseção anterior (Item 2.2), dentro do período analisado – a partir do recorte cronológico dos ciclos de liquidez internacional apresentado no Quadro 1 – existiram períodos de aumento simultâneo no fluxo de recursos em direção a um conjunto de países periféricos, que o FMI nomeou como episódios de “surtos de recursos”. É um contexto que indica que os investidores estão ajustando suas carteiras de investimento com base em uma percepção mais ampla das condições vigentes e das oportunidades de obter lucros adicionais, direcionando seus recursos para esses países periféricos. É um movimento generalizado de influxo de capitais aos países fora do centro. Nessa monografia, optou-se por trabalhar esses eventos de “surtos de recursos” em uma subseção separada, afinal, fazer um apanhado geral e contextualizar os ciclos de liquidez internacional identificados a partir do ano de 1992 – como foi feito no Item 2.2 – para depois trazer à discussão desses eventos intraciclos – “surtos de recursos” –, trará maior clareza à discussão.

Dito isso, será desenvolvido o conceito desses chamados “episódios de surtos de capital” a partir da perspectiva levantada por Souza (2021). O autor menciona que dentro dos já mencionados ciclos de liquidez, existem eventos onde o fluxo de capitais entrantes em uma economia emergente é mais expressivo, são os chamados “surtos de capital”. Quando há um conjunto desses “surtos de capital” (pelo menos quatro trimestres), define-se que existe um “episódio de surto de capital”.

Os surtos correspondem a um único período (no nosso caso, um trimestre) de grande entrada de capitais, quando essa entrada (saldo trimestral das contas do lado do Passivo da Conta Financeira (CFP)¹⁷, por país, for maior do que a tendência de longo prazo da CFP desse – calculada através do filtro Hodrick-Prescott (HP)¹⁸ – em um desvio padrão (desvio padrão da tendência de longo prazo dos 20 trimestres

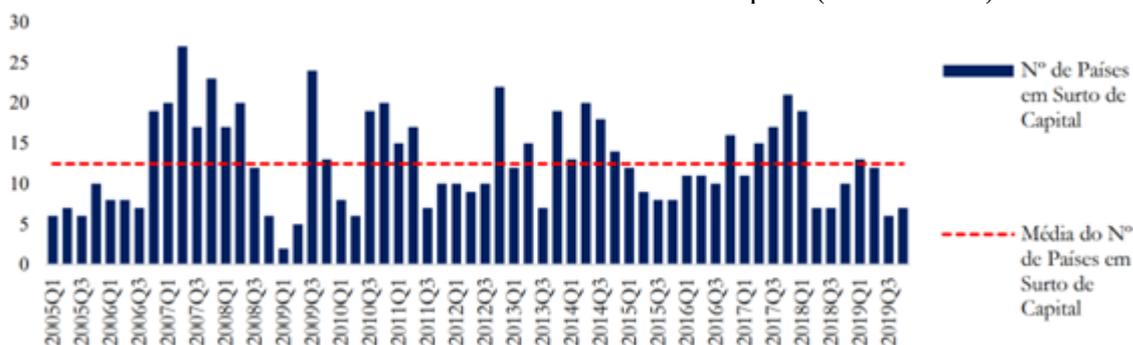
17 A Conta Financeira é um componente importante da Balança de Pagamentos de um país. Ela registra as transações financeiras internacionais envolvendo ativos financeiros e passivos financeiros entre residentes e não residentes. Será mais bem apresentada e desenvolvida no Capítulo 3.

18 Filtro Hodrick-Prescott (HP) é uma técnica de análise econômica utilizada para decompor uma série temporal em duas componentes: tendência de longo prazo e variação cíclica de curto prazo. Ele é frequentemente empregado na área de economia e finanças para separar as tendências de longo prazo de flutuações de curto prazo em uma série de dados, como o Produto Interno Bruto (PIB) de um país, preços de ativos ou taxas de juros.

anteriores) e maior que 1,5% do PIB anual dessa economia. (SOUZA, 2021, pág. 107)

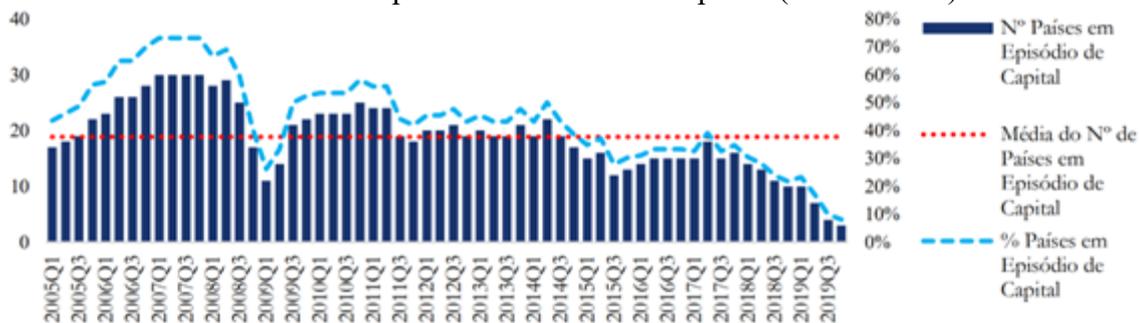
Realizando uma análise dos “episódios de surto de capital” a partir do ano de 2005, utilizando os dados apresentados por Souza e Corrêa (2023) no Gráfico 12 e Gráfico 13, nota-se que o período precedente à proliferação dos efeitos da crise do *subprime* de 2008 foi o intervalo onde se registrou o maior número de países em “surto de capital”, assim como a maior quantidade de países em “episódio de surto de capital”. Esse período está inserido dentro do ciclo de liquidez internacional do período entre os anos de 2003Q1-2008Q3, mais especificamente a partir do ano de 2005, que já fora descrito nesse trabalho como um contexto de crescimento econômico em várias economias ao redor do globo, com destaque para o dinamismo chinês e algumas economias latino-americanas. Com o alastramento da crise, o número de países em “surto de capital” ou em “episódio” desses despenca no 2009Q1.

Gráfico 12 - Número de Países em Surto de Capital (2005 a 2019)



Fonte: Souza e Corrêa (2023)

Gráfico 13 - “Episódios de surtos de capital” (2005 a 2019)



Fonte: Souza e Corrêa (2023)

No 2009Q3 já se regista novamente um aumento no número de países em “surto de capital”, assim como aqueles em “episódio de surto de capital”. É um período, dentro do ciclo de liquidez já descrito entre os anos de 2009Q3-2013Q2, que dura até o 2011Q3. Assim como

desenvolvido no Item 2.2, a dinâmica observada nesse recorte temporal fora influenciada pela adoção das políticas de *Quantitative Easing* (QE) nos Estados Unidos, que visavam reduzir a taxa de juros no país e injetar liquidez na economia através da recompra de títulos. Essa política de QE favorece a rápida expansão dos fluxos de capitais para as economias periféricas a partir dos anos de 2009, dado que o *spread* entre os juros das economias emergentes e desenvolvidas reaviva o apetite de risco por parte dos investidores.

A partir daí, apesar de se observar que houve alguns períodos em que o número de países em “surto de capital” se elevou, também se nota que os “episódios de surto capital” se mantiveram menores que aquele número registrado nos períodos anteriores e, a partir de 2015, entram em decadência ainda maior. Como já apresentado no Item 2.2, esse período foi marcado pelo anúncio de reversão das políticas monetárias adotadas no pós-crise de 2008 – que causou o *Taper Tantrum* –, assim como a subida efetiva dos juros norte-americanos ao final de 2015. Além disso, a situação dos preços das commodities se deteriorava rapidamente. Somados, esses eventos geraram instabilidade na dinâmica de capitais a nível internacional e, conseqüentemente, implicou em uma redução na liquidez direcionada aos países periféricos.

Por fim, destacando o intervalo entre 2017 e início de 2018, percebe-se que houve nesse recorte de tempo um aumento do número de países em “surto de capital”, assim como um leve aumento no número de países em “episódio de surto de capital”. No Item 2.2, destacou-se que dentro do ciclo de melhora – modesta – da liquidez no período entre 2016Q1-2017Q4, houve uma esperança de melhora na situação econômica global no ano de 2017, com crescimentos estimados da economia maiores que os projetados. Porém, como destacou Souza (2021, pág. 134), as previsões de crescimento global feitas em 2017 foram frustradas já em 2018, e, portanto, “as expectativas dos bancos centrais e *policy makers*, de reversão das políticas monetárias frouxas, tiveram que ser abortadas, dando lugar à discussão de quando ocorreria essa inversão, sua velocidade e horizonte.”

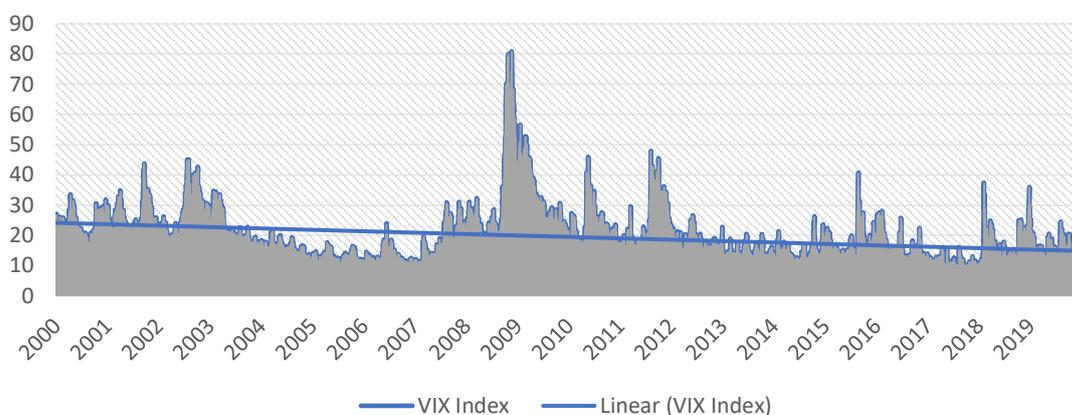
2.4 O CHICAGO BOARD OPTIONS EXCHANGE (CBOE) VOLATILITY INDEX (VIX) E A SUA RELAÇÃO COM OS MOMENTOS DE INCERTEZA ECONÔMICA

Finalizando o Capítulo 2, essa subseção tem como objetivo observar a relação do *Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index (VIX)* – amplamente conhecido como VIX e lembrado também como “índice do medo” – com a percepção de risco dos

investidores e, também, analisá-lo ao longo dos ciclos de liquidez para os países periféricos já mencionados no Item 2.2. Segundo o Investopedia, o VIX é um índice em tempo real que reflete as expectativas do mercado em relação à intensidade das mudanças nos preços a curto prazo no Índice S&P 500 (SPX). Ele é calculado a partir dos preços das opções do índice SPX com datas de vencimento de curto prazo, fornecendo uma previsão da volatilidade esperada nos próximos 30 dias. A volatilidade, que mede a rapidez das flutuações nos preços, é frequentemente usada para avaliar o sentimento do mercado, em particular o grau de apreensão entre os participantes do mercado. O VIX foi desenvolvido pela CBOE *Options Exchange* e é mantido pela CBOE *Global Markets*. Ele desempenha um papel significativo no mundo do comércio e investimento, pois oferece uma medida quantificável do risco de mercado e dos sentimentos dos investidores.

Assim, o VIX é frequentemente usado como um indicador de sentimento do mercado. Um VIX alto pode ser interpretado como um sinal de que os investidores estão nervosos e esperam maior volatilidade nos mercados. Por outro lado, um VIX baixo pode indicar um mercado mais calmo e otimismo entre os investidores. A relação entre o VIX e crises financeiras é notável. Em momentos de crise, como a crise financeira de 2008, o VIX tende a disparar (Gráfico 14). Isso ocorre porque os investidores ficam mais preocupados e buscam proteger seus investimentos, o que leva a um aumento na demanda por opções de venda e, por sua vez, eleva o valor do VIX. Como pode ser observado no Gráfico 14, a média de longo prazo do VIX tem sido em torno de 21. Além disso, níveis elevados do VIX (normalmente acima de 30) podem apontar para um aumento da volatilidade e do medo no mercado, muitas vezes associados a um mercado em baixa.

Gráfico 14 - VIX Index (2000 a 2019)

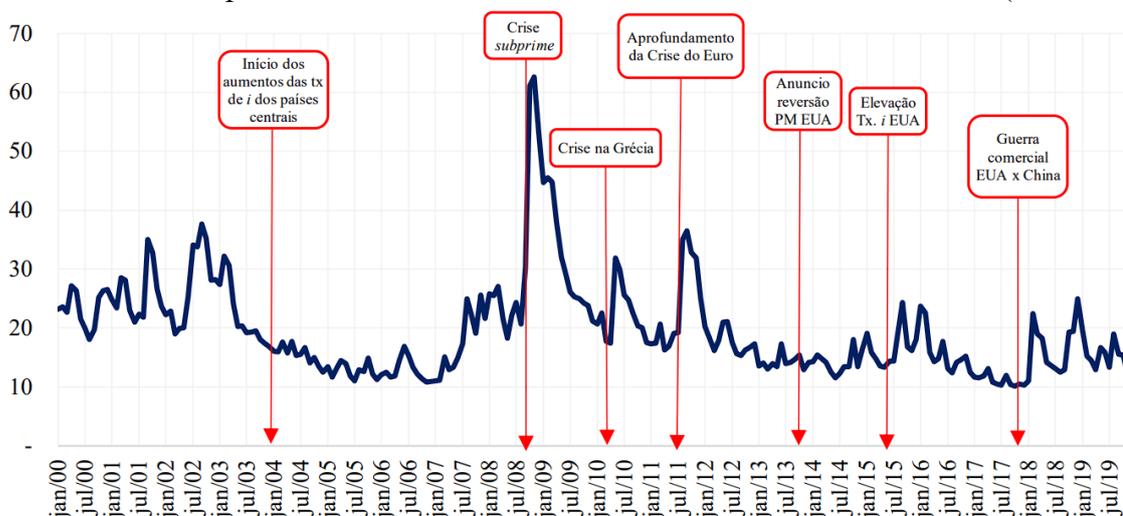


Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Como destacou Pereira (2015, pág. 46), o aumento do VIX aponta para um cenário de maior incerteza, já que “o ‘mercado’ opera essencialmente como ‘vendedor’ e,

consequentemente, ocorre queda no preço das ações.” Juntamente com as notas das agências de *rating* e pelo risco país (ambos mencionados no Capítulo 1), a autora descreve o VIX como um indicador síntese “para o ‘sentimento’ do mercado em relação a conjuntura econômica e à aversão ao risco.” A autora também destaca que, apesar de o índice ser calculado com base em um grupo de ações representativo da bolsa norte-americana (SPX), é um indicador representativo dos mercados financeiros em sua totalidade e tem influência direta nas escolhas dos diversos participantes, especialmente daqueles que fornecem financiamento. Afinal, como já foi apresentado nessa monografia, o maior condutor da dinâmica global de liquidez é justamente os Estados Unidos e, portanto, o movimento de seus índices naturalmente reflete a direção dos movimentos dos demais índices ao redor do globo.

Gráfico 15 - Principais eventos econômicos desde os anos 2000 e o VIX *Index* (2000-2019)



Fonte: Souza (2021)

No que diz respeito aos fluxos de capitais, Souza (2021, pág. 18) afirma que estes (fluxos de capitais) “aumentam nos momentos de redução do índice VIX (redução da incerteza), mesmo na desagregação por região e condicionado por ‘push factors’ (taxa de juros real de curto prazo no mundo e taxa de crescimento mundial).” Trazendo para a análise dos períodos em si, nota-se que as fases de instabilidade citadas no Quadro 1 (1998Q4-2002Q4; 2008Q4-2009Q2; 2013Q3-2015Q4; 2018Q1-2019Q4) estão fortemente refletidas na dinâmica do VIX, tal como demonstrado no Gráfico 15. Assim, conclui-se que o VIX possui função essencial no que diz respeito a ser um indicador síntese para o “sentimento” e percepção de risco por parte dos investidores no mercado (PEREIRA, 2015), assim como um excelente reflexo da dinâmica dos fluxos de capitais em momentos de crise (SOUZA, 2021).

3 DINÂMICA DOS FLUXOS FINANCEIROS DIRECIONADOS A TURQUIA

Realizada a apresentação da teoria que embasou essa monografia (Capítulo 1) e a análise da dinâmica dos ciclos de liquidez internacional (Capítulo 2), esse capítulo irá utilizar o que foi desenvolvido previamente para apresentar um estudo de caso da Turquia. Por ser um país periférico e bastante integrado a já mencionada dinâmica centro-periferia, o caso turco é um excelente modelo para validação das condições de vulnerabilidade econômico-financeira em momentos de estrangulamento da liquidez internacional. Para tal, serão analisados tanto o contexto socioeconômico da Turquia a partir dos anos 1990 como os componentes da Conta Financeira (CF) do país a partir entre os anos de 2006 e 2019, que é o período de maior relevância para a análise dos dados. Assim, essa seção se inicia com uma breve apresentação da estrutura do Balanço de Pagamentos (BP), assim como da sua componente CF, avançando para uma análise geral da cronologia socioeconômica turca a partir dos anos 2000 e, por fim, se encerra com uma análise dos dados da CF contemplando os principais eventos econômicos globais e a sua relação com a liquidez direcionada para a Turquia a partir da segunda metade dos anos 2000.

3.1 A ESTRUTURA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS (BP) E DA COMPONENTE CONTA FINANCEIRA (CF)

Antes de entrar na análise dos eventos econômicos ao longo do período em abordado – que é de 2006 a 2019 – e como estes (eventos) influenciaram na dinâmica dos fluxos financeiros direcionados a Turquia, é importante detalhar como a componente Conta Financeira (CF), do Balanço de Pagamentos (BP), é constituída. O BP é um método contábil que agrupa as transações realizadas por residentes e não-residentes, de modo que é utilizado para analisar a capacidade de um determinado país fazer comércio, transferir capital e investir com o restante do mundo. Segundo o Banco Central do Brasil (BCB), o BP não é propriamente um balanço, pois, registra fluxos e não estoques e, tampouco, compreende exclusivamente pagamentos, dado que compila transferências que não envolvem pagamentos e registra algumas variações de haveres e obrigações por competência.

Dentro do BP, os residentes são (i) empresas que tenham interesse econômico estabelecido no país ou (ii) indivíduos domiciliados no país por um ano ou mais, que tenham nesse país seu centro de interesse econômico. A estrutura básica de contas que compõem o BP é a seguinte: (i) Conta Corrente, (ii) Conta Capital e (iii) Conta Financeira. Segundo o BCB, a Conta Corrente registra o comércio de bens e serviços, os pagamentos e recebimentos de rendas de capital e trabalho e as transferências unilaterais de renda entre o país e o resto do mundo. A Conta Capital, por sua vez, registra as transferências unilaterais de ativos reais, ativos financeiros e de ativos intangíveis entre residentes e não residentes. Já a Conta Financeira (CF), o componente que mais interessa ao objetivo de estudo dessa monografia, registra todos os tipos de fluxos de correntes de transações com ativos e passivos financeiros entre residentes e não residentes. No BP, um crédito está associado necessariamente a um débito em outra conta, de modo que o somatório dos créditos é igual ao dos débitos. O crédito é a origem dos recursos e o débito representa sua aplicação. Se o saldo – a conta – tiver sinal positivo, haverá entrada líquida de divisas e, em caso de sinal negativo, saída líquida de divisas.

As regras e diretrizes internacionais para a apresentação dos dados referente ao BP são fornecidas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), através do chamado *Balance of Payments Manual* (BPM)¹⁹. Detalhando a Conta Financeira em si, esta registra as operações que envolvem ativos financeiros e passivos de residentes com não residentes, através da utilização de instrumentos financeiros. Ou seja, registra todos os tipos de fluxos decorrentes dessas transações. As subcontas da Conta Financeira são: Investimento Direto (ID), Investimento em Carteira (IC), Derivativos (DER) e Outros Investimentos (OI). Após separar essas subcontas, será feita uma nova desagregação por subconta, de modo a analisar os Ativos e Passivos de cada uma delas.

Utilizando das definições fornecidas pelo próprio BPM, o ID é definido como negócios, de companhias abertas ou não, nos quais o investidor que é residente em outro país possui 10% ou mais das ações ordinárias ou do poder votante, no caso de companhias abertas, ou o equivalente em companhias fechadas. Em outras palavras, são investimentos com caráter longo prazo, onde um agente adquire participação em um negócio ou atividade em determinada economia. O investimento direto pode ou não resultar no aumento do estoque de capital,

19 O BPM5 (1993) parte do princípio de demonstrar se houve entrada ou saída de recursos, considerando residentes e não residentes, sendo positivo o sinal no caso de entrada e negativo no caso de saída. Já o BPM6 (2009) parte da ideia de demonstrar se o país é credor ou devedor no exterior, utilizando-se das contas de Ativo e Passivo para tal. O aumento dos Passivos implica em maior dívida externa, enquanto o aumento dos Ativos implica em maior posição credora no cenário internacional. As contas que envolvem dívida ou obrigações passaram a ter sinal positivo no BPM6.

podendo se limitar à transferência de propriedade. Nesses casos, quando há aumento de estoque de capital, é chamado de investimento *Greenfield* e, quando há apenas transferência, é chamado de *Brownfield*. Alguns exemplos do ID são: abertura de filiais de empresas estrangeiras no país, empréstimos entre matriz e filiais e aquisição do controle de companhias estrangeiras por parte dos investidores nacionais. Dito isso, percebe-se que por se tratar de um aporte de recursos vindo do exterior que é direcionado à estrutura produtiva do país investido, o ID é particularmente atrativo porque os recursos ingressam no país, permanecem por um período prolongado e contribuem para o aumento da capacidade de produção, diferentemente do investimento especulativo, que entra no mercado financeiro rapidamente e pode ser retirado a qualquer momento.

O IC, por sua vez, registra as movimentações associados a investimentos em ações, debêntures²⁰ e outros instrumentos de renda fixa ou variável, bem como investimentos em depósitos bancários. Nota-se, que pelas características de seus componentes, o IC não implica na criação de uma relação de longo prazo entre o investidor e o ativo em questão, além de não conferir controle formal sobre o negócio associado ao título mobiliário – o que acontece, por exemplo, no ID. Assim, essa modalidade de investimento é menos interessante aos países que o recebem, afinal, tem um viés de curto-prazo e é extremamente sensível às oscilações na percepção de risco por parte dos agentes – ou seja, é um catalisador de volatilidade.

O componente DER foi incluído na atualização de 2009 do BPM – BPM6 – e esse caracteriza justamente essa modalidade de investimentos. Já fora mencionado anteriormente nessa monografia que os derivativos são instrumentos financeiros cujo valor deriva do valor de um ativo subjacente – daí a origem de seu nome. Esses ativos vão desde ações e títulos até commodities, moedas, taxas de juros e índices financeiros. Esses instrumentos financeiros são utilizados para gerenciar riscos, especular ou obter exposição a diversos mercados. Segundo o BCB, a componente DER registra os fluxos financeiros relativos à liquidação de haveres e obrigações decorrentes de operações de swap, opções e futuros e fluxos relativos aos prêmios de opções. Não inclui os fluxos de depósito de margem de garantia vinculados a operações em bolsas de futuros. Por fim, a componente OI engloba todos os fluxos de capitais que não se enquadram em nenhuma das definições anteriores. Alguns exemplos aqui são os empréstimos comerciais, empréstimos bancários e moedas e depósitos.

²⁰ Debênture é um título de dívida de médio a longo prazo emitido por uma empresa ou entidade para captar recursos financeiros. É uma forma de captação de recursos que envolve a emissão de títulos de dívida, nos quais a empresa se compromete a pagar juros periodicamente e reembolsar o valor principal no vencimento.

3.2 UMA BREVE ANÁLISE DO CONTEXTO SOCIOECONÔMICO DA TURQUIA A PARTIR DOS ANOS 1990

Após a apresentação da estrutura do Balanço de Pagamentos (BP) e da Conta Financeira (CF) e seus componentes no Item 3.1, essa parte do capítulo será reservada para fazer um apanhado geral do histórico da dinâmica econômica da Turquia nas últimas décadas, de modo a contextualizar os acontecimentos para que, no Item 3.3, a análise das componentes da CF esteja mais contextualizada. Já fora mencionado nessa monografia (Item 2.1) que as principais mudanças em relação a liberalização financeira começaram a ocorrer ao final da década de 80 e se intensificaram a partir dos anos 1990. Como um processo generalizado ao redor do globo, também fora nesse período que a Turquia começou a promover as primeiras mudanças relacionadas ao seu processo de liberalização financeira e facilitação dos movimentos de capitais que circulavam no país. Como destacou Miahira (2021), pode-se dividir o processo de abertura financeira da Turquia pré-crise de 2001²¹ em três etapas:

- (i) Início dos anos 1980: quando a transformação dos mercados financeiros domésticos é impulsionada pela alteração na lógica e na forma de intervenção do Estado, de maneira a reduzir a participação deste na economia;
- (ii) Entre os anos de 1983 e 1989: que começou com a transição do regime militar para o governo civil, por meio das eleições de 1983. Durante esse período, houve a institucionalização do mercado de capitais interno, o aumento da entrada de investimentos estrangeiros e o empenho em restaurar a confiabilidade nos mercados financeiros e;
- (iii) Entre os anos de 1989 e 2000: com a abertura da Conta Capital, a economia turca experimentou fases de significativo influxo de capital, bem como reversões, que resultou em alta volatilidade nos mercados financeiros. Nessa dinâmica, as flutuações nas taxas de câmbio e de juros foram ampliadas e as condições econômicas gerais se tornaram consideravelmente instáveis. Isso afetou a dinâmica da atividade econômica, uma vez que a volatilidade crescente aumentava a incerteza dos investidores e, conseqüentemente, prejudicava a

21 A crise da Turquia de 2001 foi um colapso cambial e bancário que afetou o país naquele ano, resultado em uma das maiores crises econômicas da história moderna turca. Maiores detalhes dessa crise serão abordados ainda nesse capítulo.

economia que era cada vez mais suscetível a “dança” dos recursos que entravam e saída do país – com viés de curto prazo e alta mobilidade.

Ao final da década de 90, a economia turca já estava saturada com os impactos das diversas crises em economias de países emergentes durante esse período (Tabela 1), que promoviam instabilidade nos demais países periféricos através do “efeito contágio”²², e a retração da atividade econômica e as dificuldades enfrentadas pelo setor bancário tornaram imprescindível a adoção de um programa de estabilização ao fim dessa década. No entanto, cerca de 14 meses após a implantação desse programa, a crise batera a porta da Turquia e reformas foram necessárias. A respeito dessa sequência de crises, Gabriel e Oreiro (2006, pág. 127) afirma que “tanto o comportamento dos fundamentos macroeconômicos como a própria ação especulativa dos agentes privados têm sido importantes fatores na determinação dos distúrbios monetários em diferentes economias.”

Tabela 1 - Crises cambiais e financeiras na década de 90 e início dos anos 2000

País	Mês	Ano
México	Dezembro	1994
Tailândia	Julho	1997
Filipinas	Julho	1997
Indonésia	Agosto	1997
Malásia	Agosto	1997
Coréia	Novembro	1997
Rússia	Setembro	1998
Brasil	Janeiro	1999
Turquia	Fevereiro	2001
Argentina	Dezembro	2001

Fonte: Gabriel e Oreiro (2006)

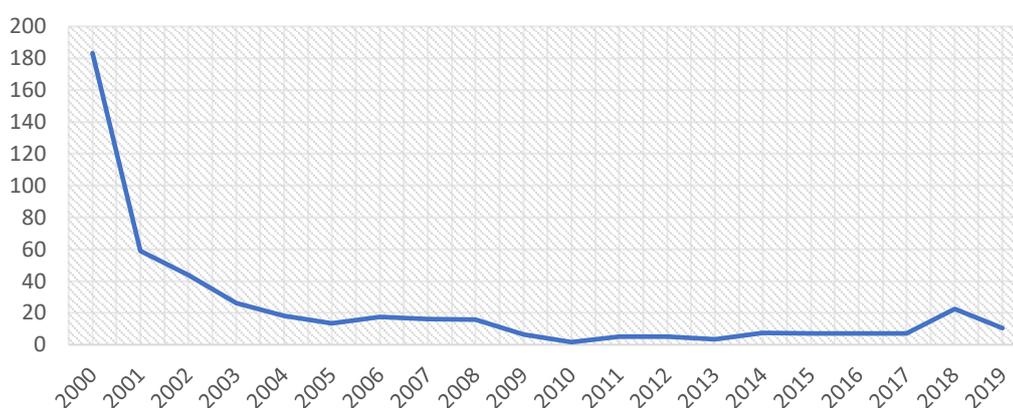
Segundo Miahira (2021), nos meses finais de 2000, já era perceptível uma diminuição da confiança por parte dos credores estrangeiros em relação à viabilidade do programa de estabilização da Turquia. Isso se devia a uma série de fatores, como o desvio da inflação em relação às metas estabelecidas, o crescimento dos déficits comerciais, desafios políticos na implementação dos programas de privatização e irregularidades no sistema bancário. Esses

²² O “efeito contágio” refere-se a um fenômeno em que uma crise financeira ou econômica em um país ou região tem impacto negativo sobre outros países ou regiões. Como descreveu Vidal (2011), o “efeito contágio” pode ser entendido como uma quebra na estrutura de transmissão de choques previamente existente entre os países. Caso os choques transmitidos não sejam intensos o suficiente para promover esta mudança na interrelação entre as economias, diz-se que o cenário de interdependência foi mantido.

elementos minaram a confiança dos investidores que estavam interessados em especular na Turquia e já ao final dos anos 2000 estes (investidores) sinalizavam a intenção de vender seus ativos denominados em lira turca, desencadeando uma onda de insolvências e desafios financeiros no sistema bancário turco, de modo que essa mudança nas expectativas, juntamente com a deterioração dos indicadores macroeconômicos, desencadeou uma saída significativa de capitais, levando ao colapso do regime cambial e ao aumento súbito das taxas de juros.

Com essa rápida erosão da situação econômica da Turquia, o governo anuncia em dezembro de 2000 um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) para receber ajuda e preparar uma estratégia para contornar o agravamento da crise. Assim, dentre as medidas adotadas, a Turquia – visando contornar os impactos da crise – faz a alteração do seu regime cambial, trocando o formato de câmbio fixo rastejante²³ – conhecido como *crawling peg* – por um formato de câmbio flutuante. Segundo Cysne e Sobreira (2008), essa mudança do regime cambial teve um forte impacto no setor bancário, que se encontrava com uma posição fortemente vendida em moeda estrangeira. Os principais impactos foram as perdas de capital devido à queda no valor dos títulos públicos e as perdas por conta da forte desvalorização cambial (Gráfico 17), somadas à taxas de juros ainda muito elevadas (Gráfico 16). Além disso, no ano de 2001 a dívida líquida da Turquia alcançou patamares acima dos 70% do PIB (Gráfico 18), enquanto esse (PIB) registrou uma queda de 5.9% naquele ano (Gráfico 19).

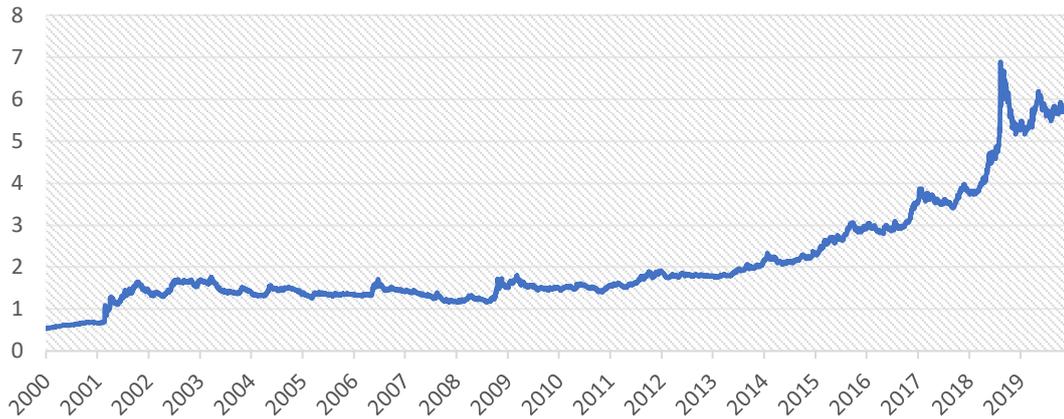
Gráfico 16 - Taxa de juros básica da Turquia (em %, 2000 a 2019)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI) e Elaboração Própria

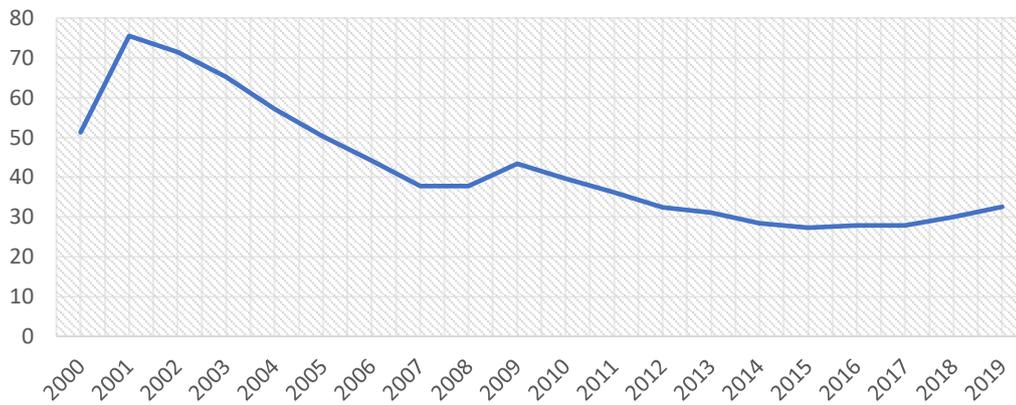
23 Segundo a Enciclopédia de Finanças (Enfin), o câmbio fixo rastejante ou *crawling peg* é um sistema de minidesvalorizações cambiais diárias, em que o valor da moeda estrangeira pode flutuar dentro de determinada faixa de preço. Este valor é ajustado à inflação e a outros fatores de mercado. Desta forma, possibilita-se o ajuste contínuo das cotações, em vez de realizar maxidesvalorizações, que criam instabilidade nos mercados.

Gráfico 17 - Lira turca (TRY) vs dólar (USD) (2000 – 2019)



Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Gráfico 18 - Dívida da Turquia em relação ao PIB (em %, 2000 a 2019)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI) e Elaboração Própria

Gráfico 19 - Variação do PIB da Turquia (em %, 2000 a 2019)



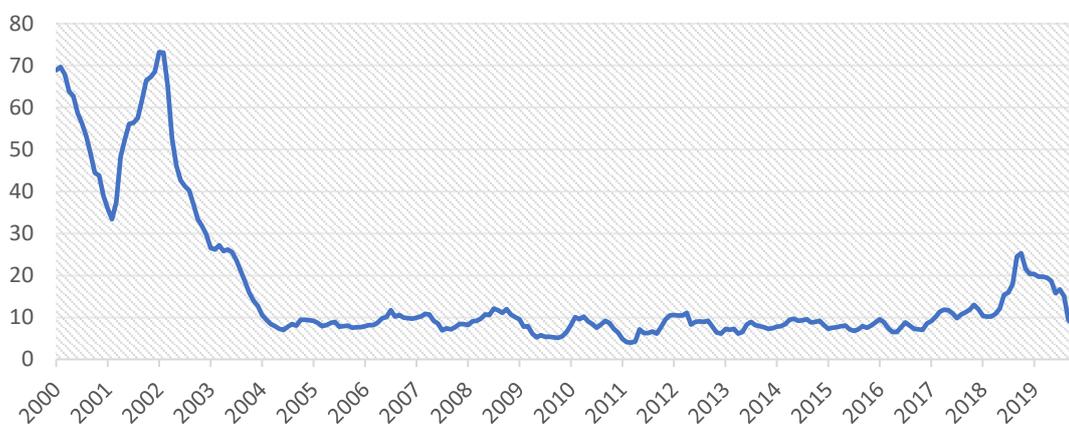
Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Em maio de 2001, o FMI realiza um novo aumento das disponibilidades de saque da ajuda financeira para a Turquia e, em fevereiro de 2002, o país e o fundo reformulam o acordo de socorro financeiro, visando resolver as questões subjacentes à economia turca, elaborando

medidas como a reforma do setor público, a reestruturação do sistema bancário e a revitalização do mercado interno com o objetivo de torná-lo mais atrativo para investimentos privados. Como destaca Gabriel e Oreiro (2006, pág. 131), “a agenda macroeconômica estabelecida após a crise de 2001 baseou-se essencialmente no Programa de Convergência Nacional para a União Europeia, no acordo com o FMI e no Plano de Ação Emergencial do governo da época.” Segundo os autores, essas medidas refletiam o esforço para combater as seguintes “armadilhas”: a) baixo nível de credibilidade no programa político e macroeconômico de estabilidade de preços com altos déficits governamentais; b) falhas no setor público de uma maneira geral, principalmente o bancário; e c) existência de um ambiente econômico adverso, o qual incentivava a informalidade, diminuindo a base de arrecadação do governo.

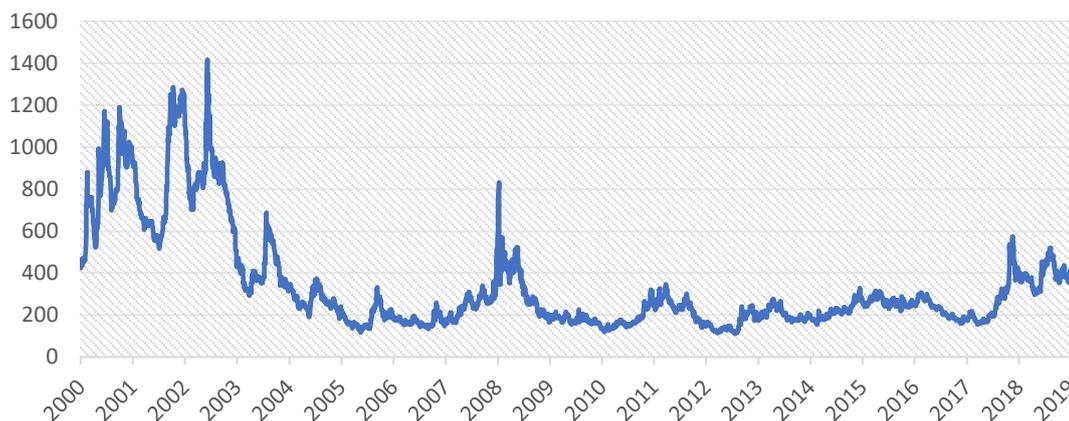
Gabriel e Oreiro (2006) destacam que dentre as diversas mudanças no campo monetário e fiscal, destaca-se a independência do Banco Central turco em abril de 2001, com metas de inflação claramente definidas e sem autorização para empréstimos ao Tesouro. Essa mudança trazia um *status* mais positivo no quesito credibilidade da política monetária do país, que resultou em queda da inflação (Gráfico 20) e melhora na percepção de risco do país (Gráfico 21). Os autores afirmam que “com o grande volume de dívida pública qualquer perda de confiança dos agentes econômicos internos e externos gerava aumentos na taxa de juros turca e desvalorizações cambiais, as quais impactavam nos pagamentos líquidos da dívida” (GABRIEL e OREIRO, 2006, pág. 132) Ou seja, a relação entre a taxa de câmbio e a dívida pública era direta e, portanto, melhor credibilidade nesse aspecto monetário era essencial para que o governo da Turquia lidasse com a crise.

Gráfico 20 - Variação da inflação da Turquia (em %, 2000 a 2019)



Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Gráfico 21 - CDS da Turquia (2000 a 2019)



Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Em meio a toda essa reviravolta econômica, a Turquia também passava por um período de agitação social e, em 2003, se efetiva o início do governo de Recep Tayyip Erdoğan através do cargo de primeiro-ministro pelo partido conservador turco AKP²⁴. Desde 2003, o AKP governa a Turquia com um discurso ultraconservador fundamentalista, o que causou desgastes internos imensos a instabilidade social no país. No entanto, no âmbito econômico, o governo de Erdoğan garantiu certo mérito, de modo que sua política descrita como neoliberal, somada ao apoio a empresários e o ultraconservadorismo religioso, acabaram por atrair um alto fluxo de investimentos privados para o país, que trouxeram consigo grande crescimento para a economia turca e baixa inflação em grande parte dos anos 2000. O somatório dos ajustes internos promovidos pela Turquia, condução do novo governo e melhora no cenário internacional dos fluxos para os emergentes nos anos 2000 levaram o país a apresentar uma taxa de crescimento do PIB acima dos 7% a partir de 2002, enquanto a inflação reduzia consideravelmente (Gráfico 19 e Gráfico 20).

“...as taxas de crescimento da Turquia foram puxadas pelo grande aumento de produtividade, consumo privado crescente, maior nível de investimentos e exportações. Com o acordo com o FMI e a implementação de reformas econômicas, políticas macroeconômicas baseadas em superávits primários e uma política monetária mais restritiva contribuíram sobremaneira para conter o processo inflacionário que poderia advir com a maxidesvalorização da lira em 2001 e ensejaram, em certa medida, uma melhora do prêmio de risco turco.” (GABRIEL & OREIRO, 2006, pág. 131)

²⁴ Em turco, *Adalet ve Kalkınma Partisi* (AKP) ou, em português, Partido da Justiça e Desenvolvimento.

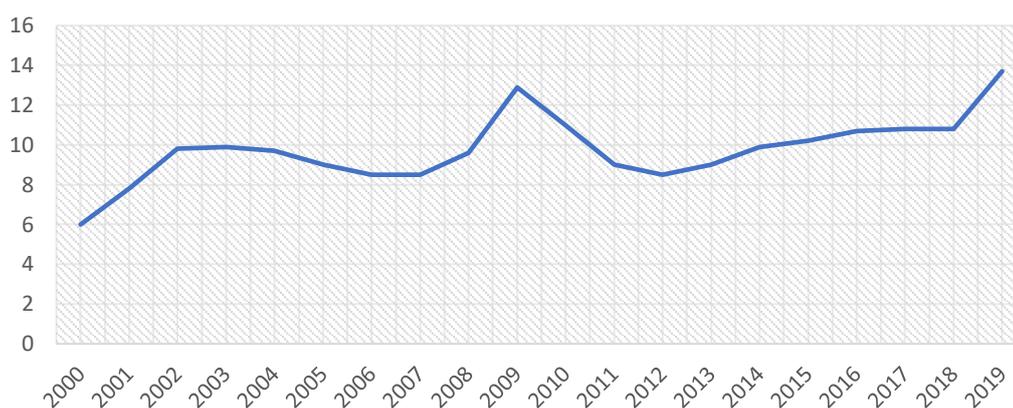
Miahira (2021) destaca que essa trajetória de crescimento sólido entre os anos de 2000 e 2007 – beneficiada pela já mencionada combinação de ajustes das questões internas com melhora no cenário internacional – é interrompida pela crise do *subprime* de 2008. No entanto, o país se destaca pela sua rápida recuperação econômica já a partir de 2010 e permanece nessa dinâmica até o ano de 2013. Nota-se que os ciclos de crescimento da economia turca casam diretamente com os ciclos de liquidez descritos no Item 2.2 dessa monografia, de modo que o crescimento econômico observado na maior parte dos anos 2000 vai ao encontro da dinâmica de fase de liquidez do recorte de 2003Q1-2008Q3, enquanto a retração econômica observada após a crise de 2008 se conecta com a fase de instabilidade do recorte 2008Q4-2009Q2 e, a retomada da fase de crescimento no pós-crise de 2008 se encaixa no recorte da fase de liquidez entre anos de 2009Q3-2013Q2. Sendo um país considerado periférico e inserido na dinâmica centro-periferia, o desempenho econômico turco está intimamente ligado à dinâmica dos ciclos de liquidez desenvolvidos nessa monografia.

A partir de 2013, após o estresse na Zona do Euro ao final de 2011 e início de 2012, o ciclo entre os anos de 2013Q3-2015Q4 é marcado por um cenário internacional ainda vulnerável, com crescimento econômico fraco, desempenho modesto entre os países centrais e a piora/receio de piora da condição dos países emergentes – evidenciado pela queda no dinamismo econômico chinês e instabilidades observadas no Brasil, Rússia e China, como já fora mencionado no Item 2.2 dessa monografia. Além disso, houve a reviravolta (*Taper Tantrum*) com o anúncio de reversão das políticas monetárias adotadas no pós-crise de 2008, assim como a subida efetiva dos juros norte-americanos ao final de 2015. A situação dos preços das commodities se deteriorava rapidamente. No caso da Turquia, havia ainda um agravante interno, um caos social se instaurava no país. O que começou como uma reação à decisão do governo turco em 2013 de demolir o Parque Gezi – um pequeno parque em Istambul – para dar lugar a um projeto de desenvolvimento urbano, se transformou em um dos maiores manifestos populares da história turca, com a população reivindicando questões mais amplas incluindo preocupações sobre a democracia, direitos civis, liberdade de expressão e o estilo de governo de Erdoğan.

Em meio a essa combinação de fatores externos e internos, a história demonstraria posteriormente que 2013 seria o fim de uma década de melhora econômica considerável na Turquia. Os indicadores econômicos passaram a se deteriorar a partir desse ano, como pode ser visto através dos dados do PIB (Gráfico 19), PIB per capita, desemprego (Gráfico 22) e investimento estrangeiro. Fora também nesse ano que se iniciou um processo de desvalorização cambial (Gráfico 17) que perduraria e se intensificaria significativamente nos anos seguintes.

Miahira (2021) destaca que essa dinâmica de desvalorização cambial era muito problemática a Turquia, que possuía um saldo da balança comercial negativo, ou seja, um país importador e, além disso, que essa pressão sobre a lira turca levaria a uma revisão da política monetária expansionista que o país vinha adotando, com aumento da taxa de juros naquele mesmo ano (Gráfico 16). O estímulo crucial dos *inflows* de recursos externos ficava cada vez mais escasso, à medida que o país se tornava cada vez menos atrativos e mais imbuído de risco na visão dos investidores internacionais.

Gráfico 22 - Taxa de desemprego da Turquia (em %, 2000 a 2019)



Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

A contínua tensão social interna no país levou, em 2016, a uma tentativa de golpe de estado. Os eventos promovidos por membros das forças armadas turcas, com o objetivo de derrubar o governo de Erdoğan, incluíram o fechamento de pontes em Istambul, ataques a prédios do governo e confrontos em várias cidades do país. O presidente Erdoğan convocou os cidadãos a irem às ruas em resposta à tentativa de golpe, e multidões de apoiadores saíram para enfrentar os militares rebeldes. Além disso, unidades leais ao governo agiram rapidamente para suprimir a revolta. A tentativa de golpe foi infrutífera e serviu apenas para desintegrar ainda mais a estabilidade social do país, dado que, após a tentativa de golpe, o governo turco lançou uma repressão significativa contra suspeitos de estarem envolvidos no movimento, que resultou em prisões em massa, demissões e suspensões de funcionários públicos, incluindo militares, policiais, professores e funcionários judiciais.

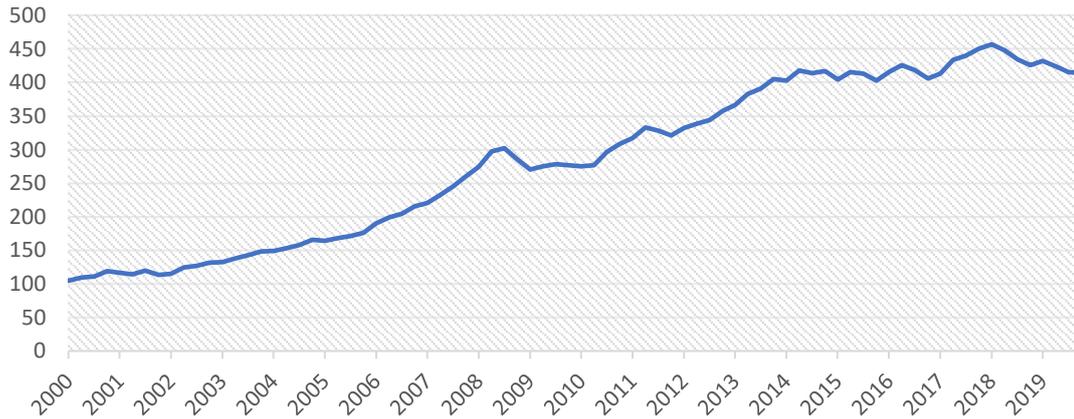
Além disso, convencido de que o movimento foi articulado com o apoio dos EUA, juntamente com opositores ao seu governo exilados no país, Erdoğan enfraquece a cooperação com o Ocidente e reaproxima-se da Rússia, mas ainda assim continua filiado à OTAN (Organização do Tratado do Atlântico Norte). O cenário diplomático entre as duas nações – Turquia e Estado Unidos – deteriora ainda mais a partir do final de 2016, quando o pastor

presbiteriano estadunidense Andrew Brunson, que vivia na Turquia desde 1993, foi detido em outubro daquele ano e acusado pelo governo turco de fazer parte da rede de Fethullah Güllen – homem apontado como o cérebro do golpe frustrado de julho de 2016 – e, também, que o pastor fazia parte do PKK²⁵, que lutava através de resistência armada contra o governo estabelecido. O governo de Erdoğan considerava essa suposta associação do pastor como muito problemática, dado que tanto o PKK quanto a rede de Fethullah Güllen são tidas como organizações terroristas e uma ameaça nacional. Em resposta à crise diplomática e às acusações, os Estados Unidos, através das decisões do então presidente Donald Trump, lança uma série de medidas retaliatórias em 2018 que incluíram a duplicação (para 20% e 50%, respectivamente) das tarifas sobre aço e alumínio, impostas desde junho à Turquia.

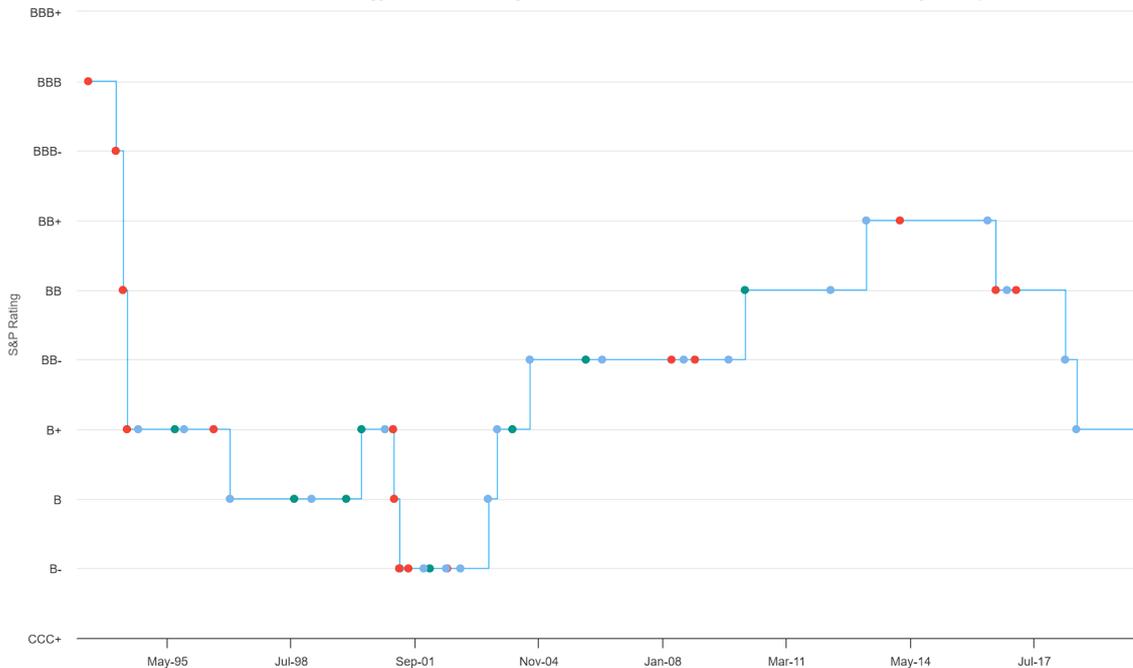
Na outra ponta, o governo de Erdogan anunciou o aumento das tarifas sobre produtos estadunidenses de forma radical (de 35% para 120% sobre automóveis e de 40% para 140% sobre bebidas alcoólicas). Nesse cenário, a lira turca seguia se desvalorizando fortemente (Gráfico 17), agravando ainda mais a situação econômica do país. Assim, a Turquia mergulha naquela que foi a crise mais grave desde 2001, com as tensões com os Estados Unidos se agravando e os indicadores deteriorando cada vez mais: (i) desvalorização contínua da lira turca em relação ao dólar e a outras moedas estrangeiras, resultando em erosão do poder de compra da moeda local e inflação elevada; (ii) alta dívida externa denominada em moeda estrangeira, tornando-a vulnerável à desvalorização da lira e (iii) crise de credibilidade e fuga de capitais. Ao final de 2017, para efeitos de contextualização, a dívida externa da Turquia atingiu US\$450 bilhões (Gráfico 23), a inflação atingiu 25% em novembro (Gráfico 20) e houve um leve de revisões no *rating* de crédito soberano do país (Gráfico 24). Como resposta a essa crise, o Banco Central da Turquia aumentou a taxa de juro de 13,5% para 16,5% em maio e, posteriormente, para 24% em setembro. Essa atuação da autoridade monetária turca foi fortemente contestada por Erdoğan, que acabou por pressionar o presidente do BACEN turco a renunciar em 2019 – apesar do *status* institucional de independência da autoridade monetária.

25 Em turco, *Parti Karkerani Kurdistan* (PKK), ou, em português, Partido dos Trabalhadores do Curdistão.

Gráfico 23 - Dívida externa da Turquia (em US\$ bilhões, 2000 a 2019)



Fonte: Bloomberg e Elaboração Própria

Gráfico 24 - Histórico de *ratings* da S&P para o crédito soberano da Turquia (1993 a 2019)

Fonte: World Government Bonds

Essa visão e “politização” da atuação monetária do país por Erdoğan é fortemente criticada pela mídia especializada internacional e estudiosos da área, afinal, a visão do governante turco é de que as taxas de juros elevadas prejudicam o crescimento econômico e fortalecem a inflação. Assim, ao mesmo tempo que Erdoğan é fortemente favorável às taxas de juros baixas, ele se opõe veementemente ao cenário onde elas passam a operar em níveis maiores. Pela análise econômica tradicional, nota-se que há distorções nessa visão. Em primeiro lugar, de fato, as taxas de juros elevadas tendem a desacelerar a economia, afinal, o crédito fica mais caro – e isso afeta todo o funcionamento da cadeia produtiva e de consumo.

Na outra ponta, no entanto, afirmar que as taxas de juros elevadas não combatem a inflação vai contra a fundamentação do mecanismo de atuação mais básico da política monetária, que é o de manipulação da taxa de juros para estimular/desestimular a atividade econômica. É um contrassenso essa afirmação de Erdoğan, pois, a subida das taxas de juro provoca uma queda no ritmo econômico e leva a uma queda nos preços – que, por sua vez, reduz a inflação. Assim, esse cenário de piora econômica que se intensifica ainda mais em 2018 se dá em meio a um período de baixa da liquidez internacional (2018Q4-2019Q4), conforme desenvolvido no Item 2.2. O ano de 2019, apesar de representar um “sopro” de melhora na economia turca, não foi suficiente para conter os avanços da deterioração econômica do país. Na subseção seguinte, serão analisados os componentes da Conta Financeira em contraste com essa dinâmica global dos ciclos de liquidez, desenvolvida no Item 2.2, em conjunto com a dinâmica interna da economia turca, conforme descrita nessa subseção.

3.3 ANÁLISE DA CONTA FINANCEIRA (CF) E SEUS COMPONENTES ENTRE 2006 E 2019

Nessa etapa final da monografia, serão apresentados os dados referentes à Conta Financeira (CF) da Turquia, assim como os de seus componentes, no período que compreende os anos entre 2006 e 2019. Conforme apresentado no Item 3.1, a CF registra todos os tipos de fluxos decorrentes de transações com ativos e passivos financeiros entre residentes e não residentes e, deste modo, é o melhor indicador para se verificar a relação entre a dinâmica dos ciclos de liquidez, detalhada no Capítulo 2, e os fluxos direcionados a um país que possui todas as características de um país periférico/emergente, como é o caso da Turquia. Abaixo, no Gráfico 25, é possível observar o comportamento da CF ao longo dos anos abordados. Nota-se que o saldo da CF é resultado do somatório de seus componentes – Investimento Direto (ID), Investimentos em Carteira (IC), Derivativos (DER) e Outros Investimentos (OI) – e multiplicados por -1, atendendo as diretrizes do BPM6²⁶. Além disso, os dados foram

26 Conforme detalhado no Item 3.1, o BPM5 parte do princípio de demonstrar se houve entrada ou saída de recursos, considerando residentes e não residentes, sendo positivo o sinal no caso de entrada e negativo no caso de saída. Já o BPM6 parte da ideia de demonstrar se o país é credor ou devedor no exterior, utilizando-se das contas de Ativo e Passivo para tal. O aumento dos Passivos implica em maior dívida externa, enquanto o aumento dos Ativos implica em maior posição credora no cenário internacional. As contas que envolvem dívida ou obrigações passaram a ter sinal positivo no BPM6.

modelados para apresentarem o acumulado dos últimos doze meses – *last twelve months* (LTM).

Gráfico 25 - Conta Financeira (em US\$ milhões, LTM, 2006 a 2019)



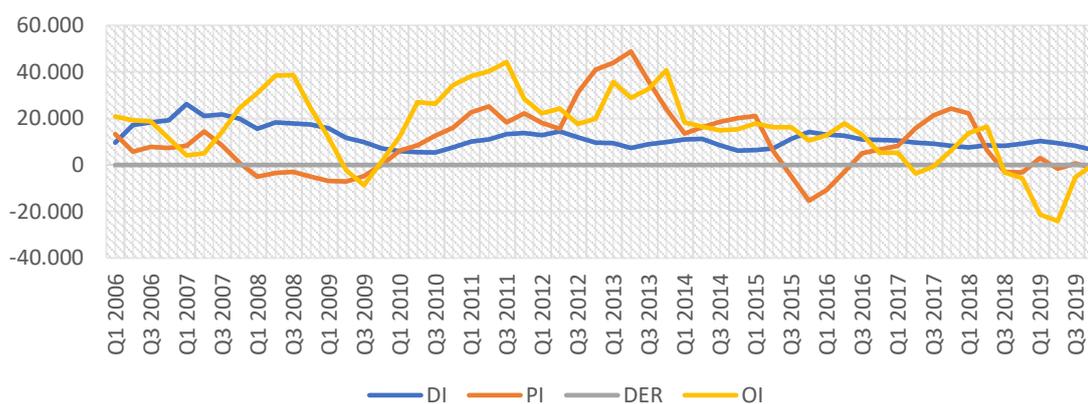
Fonte: International Financial Statistics (IFS) e Elaboração Própria

Através da análise da CF (Gráfico 25), percebe-se que esta apresentou uma dinâmica majoritariamente positiva – superavitária – ao longo do período analisado, ou seja, o país recebeu mais recursos financeiros do que enviou. Em alguns períodos específicos, como no 2008Q4, 2018Q2 e 2018Q3, registrou-se um saldo negativo – justamente nos momentos de maior estresse econômico na Turquia. Nesse período do 2008Q4, houve uma fase de instabilidade marcada pelo estresse financeiro causado pela crise do *subprime* de 2008, que trouxe consigo enorme volatilidade aos mercados, assim como grande aversão ao risco, resultando em um movimento generalizado de *flight to quality* por parte dos investidores, que transferiam seus recursos de aplicações consideradas mais arriscadas – tal como aquelas feitas em economias periféricas – para aplicações consideradas mais seguras – como os investimentos em ativos de economias centrais.

Em 2018, novamente o cenário internacional se deteriorava e, somando-se a isso, a situação interna da Turquia também. Neste ano, a economia global vinha sendo pressionada por conta dos efeitos do *Trade War* entre Estados Unidos e China, aprofundamento das discussões em torno do *Brexit*, queda no preço das commodities, desaceleração da economia norte-americana, reversão das políticas de afrouxamento monetário e frustração das expectativas de crescimento das economias, principalmente as da América Latina e Caribe. Em adição a esse turbilhão de eventos ruins, a Turquia lidava com a sua pior crise econômica desde 2001. O país aprofundava uma disputa de retaliações com os Estados Unidos, a lira turca se desvalorizava intensamente, a dívida externa operava em patamares elevados, a inflação galopava e a credibilidade do país se tornava cada vez menor.

Nos outros períodos, percebe-se que, apesar de superavitário, o comportamento da CF (Gráfico 25) é muito alinhado com o a dinâmica dos ciclos de liquidez descrito no Item 2.2. Assim, nota-se um período de maior liquidez e fluxo ascendente na CF no período entre os anos de 2003Q1-2008Q3, que é retomado no ciclo entre 2009Q3-2013Q2 – com uma fase de instabilidade intraciclo ao final de 2011, que também foi refletida em uma redução da CF – e, por fim, no ciclo de liquidez entre os trimestres de 2016Q1-2017Q4. Abaixo, no Gráfico 26, é possível observar a dinâmica dos componentes da CF, ficando claro o comportamento mais volátil de IC e OI, em relação ao ID. Conforme apresentado no Item 3.1, o ID representa o aporte de recursos vindo do exterior que é direcionado à estrutura produtiva do país investido e, portanto, é particularmente atrativo porque os recursos ingressam no país, permanecem por um período prolongado e contribuem para o aumento da capacidade de produção, diferentemente do investimento especulativo, que entra no mercado financeiro rapidamente e pode ser retirado a qualquer momento. Os movimentos especulativos e com viés de curto-prazo são capturados pelas dinâmicas das contas IC e OI. A linha DER permanece constante, dado que não existem dados referentes ao período na plataforma do *International Financial Statistics* (IFS), sendo um componente *off-balance sheet*.

Gráfico 26 - Investimento Direto, Investimento em Carteira, Derivativos & Outros Investimentos (em US\$ milhões, LTM, 2006 - 2019)



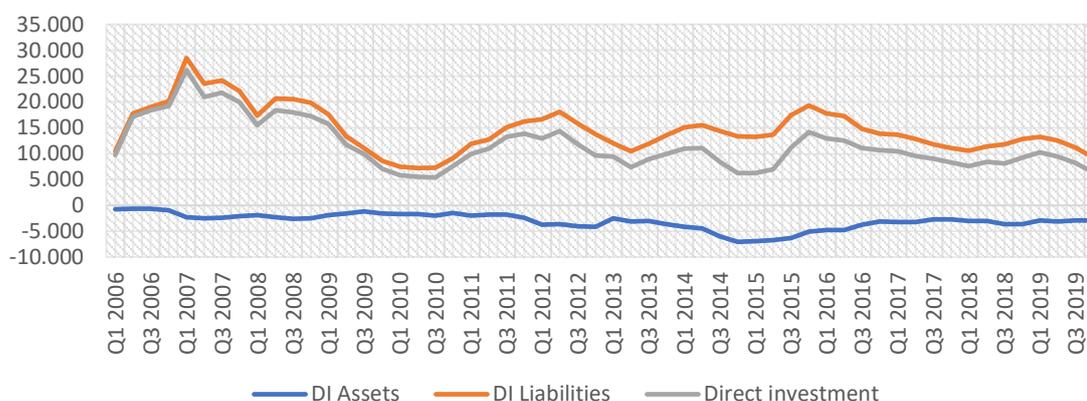
Fonte: International Financial Statistics (IFS) e Elaboração Própria

Olhando para cada componente de forma individual, observa-se que a dinâmica do componente ID (Gráfico 27) aponta que o ingresso de recursos de estrangeiros na Turquia, representado pela linha de passivos, é predominante durante todo o período analisado. Em contrapartida, os fluxos de recursos via ID dos residentes – representados pela linha de ativos – são pouco expressivos. Concentrando a análise na linha de passivos, é possível observar uma dinâmica semelhante à dos ciclos de liquidez mencionados anteriormente, de modo que o

volume destes (passivos) atinge seu pico no início de 2007 e, partir daí, segue contraindo até que, ao final de 2008, afunda em meio à crise de 2008. A retomada no ingresso de recursos via ID se dá a partir do 2010Q2 e segue se expandindo até o 2012Q2, quando novamente é pressionada por conta da piora das condições econômicas e da disponibilidade de liquidez internacional. A partir do 2013Q2, há uma retomada no volume de passivos do ID, que perdura até o 2015Q4. Nesse intervalo, o cenário internacional é caracterizado por instabilidade e há a reviravolta (*Taper Tantrum*) com o anúncio de reversão das políticas monetárias adotadas no pós-crise de 2008, assim como a subida efetiva dos juros norte-americanos ao final de 2015, que é quando o volume dos passivos do ID novamente se vira para uma dinâmica de desaceleração. Assim, a partir do 2015Q4, os fluxos de passivos do ID seguem em decadência até o início de 2018, quando simulam uma reversão dessa tendência até o início de 2019, mas logo voltam a se contrair.

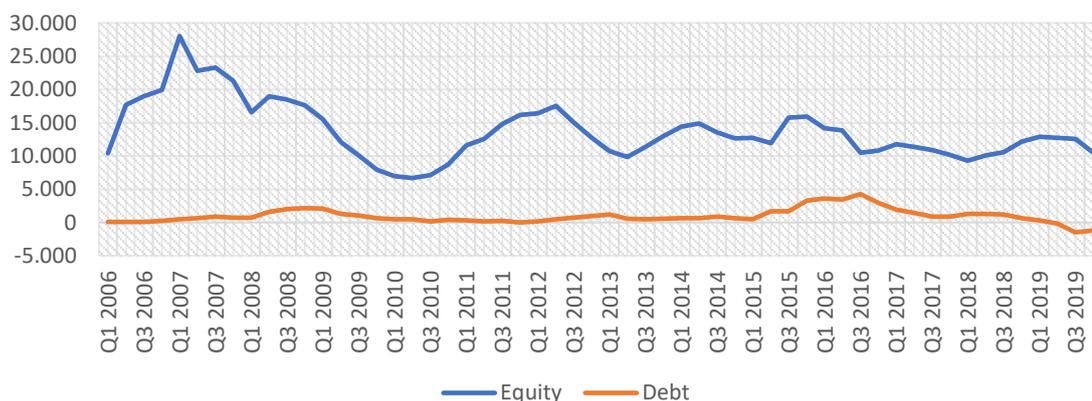
Miahira (2021) aponta que dentro dos passivos do ID (Gráfico 28), o destaque é para os recursos movimentados via *equity*, que basicamente são investimentos em participação de capital superior à 10% das ações ordinárias de uma empresa, e são muito mais significativos que os recursos movimentados via dívida (ou *debt*), que compreendem basicamente os chamados empréstimos intercompanhias – estes englobam os créditos concedidos pelas empresas matrizes com sede no exterior às suas filiais estabelecidas no país que está recebendo os recursos. Segundo o autor, “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” – que as movimentações via dívida. (MIAHIRA, 2021, pág. 151)

Gráfico 27 - Investimento Direto (ID), ativos e passivos (em US\$ milhões, LTM, 2006 a 2019)



Fonte: International Financial Statistics (IFS) e Elaboração Própria

Gráfico 28 - Investimento Direto (ID), passivos divididos entre *equity* e *debt* (em US\$ milhões, LTM, 2006 a 2019)



Fonte: International Financial Statistics (IFS) e Elaboração Própria

No caso do IC (Gráfico 29), percebe-se que a dinâmica desse componente é mais volátil e, como mencionado anteriormente, captura os movimentos especulativos e com viés de curto-prazo. Os movimentos dos passivos do IC, ou seja, dos recursos de estrangeiros, estão alinhados com a dinâmica dos ciclos de liquidez descritos no Item 3.2. Fica explícita a expansão desses recursos no pós-crise de 2008, mais especificamente no ciclo entre 2009Q3-2013Q2 – com uma fase de instabilidade intraciclo ao final de 2011 – e no ciclo de liquidez entre os trimestres de 2016Q1-2017Q4. Percebe-se que essa dinâmica pós-2008 está intimamente ligada às variações de política monetária dos Estados Unidos, uma vez que fora a partir desse ano que foram implementadas as políticas de *Quantitative Easing* (QE), que visavam reduzir a taxa de juros no país e injetar liquidez na economia através da recompra de títulos.

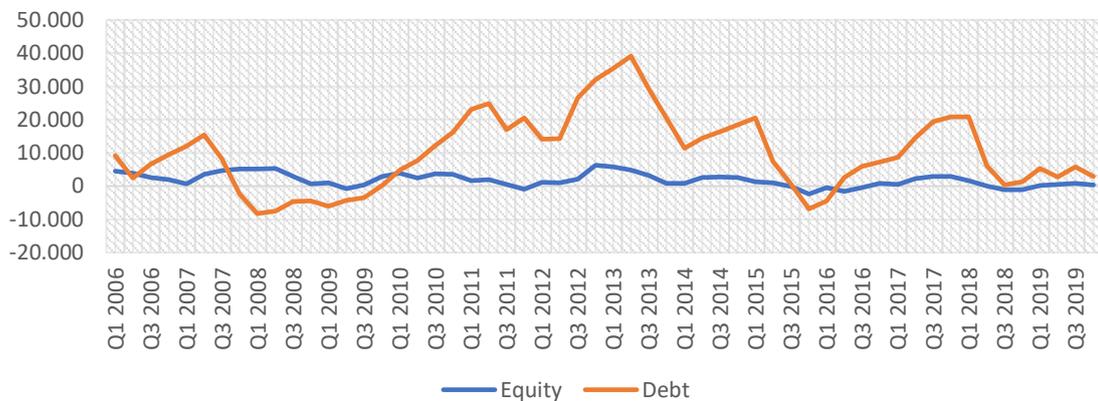
Essa política de QE favorece a rápida expansão dos fluxos de capitais para as economias periféricas a partir dos anos de 2009, dado que o *spread* entre os juros das economias emergentes e desenvolvidas reaviva o apetite de risco por parte dos investidores. E em 2013, essa dinâmica de expansão de reverte, principalmente por conta do *Taper Tantrum*, que fora a reação de pânico dos mercados ao anúncio de reversão dessas políticas de estímulo à economia do QE. Miahira (2021) destaca que, ao abrir o IC entre *equity* e *debt* (Gráfico 30), percebe-se que o componente de dívida (*debt*) é dominante. Além disso, o autor destaca que esses instrumentos de dívida – que geram remessas de juros aos detentores – compõem o montante da dívida externa do país em questão, ou seja, acompanham o crescimento da dívida externa turca, conforme apresentado no Gráfico 18 do Item 2.2. O autor afirma que “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.” (MIAHIRA, 2021, pág. 154)

Gráfico 29 - Investimento em Carteira (IC), ativos e passivos (em US\$ milhões, LTM, 2006 a 2019)



Fonte: International Financial Statistics (IFS) e Elaboração Própria

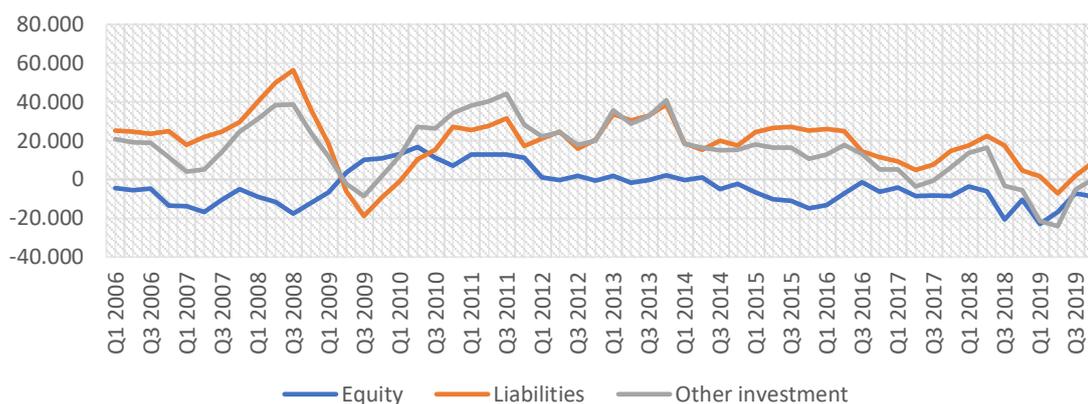
Gráfico 30 - Investimento em Carteira (IC), passivos divididos entre *equity* e *debt* (em US\$ milhões, LTM, 2006 a 2019)



Fonte: International Financial Statistics (IFS) e Elaboração Própria

Analisando o componente OI (Gráfico 31), percebe-se que esta possui um comportamento muito similar a da CF em si, de modo que está precisamente correlacionada com a dinâmica dos ciclos mencionada no início dessa seção. Ou seja, os passivos do OI (estrangeiros) seguem em crescimento até o final de 2008, quando são interrompidos pela crise de 2008. Os volumes tornam a crescer no ciclo entre 2009Q3-2013Q2 – com uma fase de instabilidade intraciclo ao final de 2011, que também foi refletida em uma redução da CF – e, posteriormente, registram um movimento de alta entre 2017 e 2018.

Gráfico 31 - Outros Investimentos (OI), ativos e passivos (em US\$ milhões, LTM, 2006-2019)



Fonte: International Financial Statistics (IFS) e Elaboração Própria

Conforme apontado diversas vezes nessa monografia, a partir da revisão teórica (Capítulo 1), análise da dinâmica dos ciclos de liquidez (Capítulo 2) e estudo de caso da Turquia (Capítulo 3), esse funcionamento econômico centro-periferia é muito caracterizado pela transferência de recursos entre países centrais e periféricos de acordo com as disponibilidades no nível de liquidez internacional, que se movimentam de acordo com o apetite de risco dos investidores, que em momentos de menor incerteza, buscam aplicações em economias que ofereçam maiores retornos em relação aos países centrais, o seja, buscam *yield* ao invés de *quality*. E os componentes IC e OI capturam essa dinâmica através das contas de seus passivos (estrangeiro), além de serem os grandes responsáveis pela volatilidade da CF²⁷. Em contrapartida, é esse capital – com viés de curto prazo e perfil especulativo - que gera “a armadilha da excessiva dívida externa, que volatilizam rapidamente nas mudanças de conjuntura, gerando pressões sobre câmbio e juros e subordinando a Turquia a uma lógica altamente conjuntural.” (MIAHIRA, 2021, pág. 157)

²⁷ Através de uma análise de variância, Miahira (2021) indicou que OI são responsáveis por 57,06% da variância observada na CF, IC são responsáveis por 40,3% e o ID por 2,65%. ID possui pouca participação pelo perfil dos recursos nesse componente e por terem ocorrido em volumes muito menores do que IC e OI.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após desenvolver uma discussão que envolve uma análise teórica e conceitual da condição dos países periféricos e de suas moedas em relação aos países centrais (Capítulo 1), uma periodização dos ciclos de liquidez internacional analisados sob a influência dos principais eventos econômicos (Capítulo 2) e, por fim, uma análise do contexto socioeconômico e dos dados da Conta Financeira (CF) de um dos países periféricos mais representativos dessa condição de vulnerabilidade promovida pela sua assimetria monetária e financeira em relação às economias centrais, como é o caso da Turquia (Capítulo 3), essa monografia cumpriu o seu objetivo ao oferecer uma contribuição ao levantar informações e perspectivas a respeito da vulnerabilidade econômico-financeira dos países periféricos como resultado de uma persistente assimetria no sistema monetário e financeiro internacional.

Percebeu-se que essa vulnerabilidade econômico-financeira presente nos países periféricos advém de uma persistente assimetria do sistema monetário e financeiro internacional, agravada a partir do processo de liberalização dos movimentos de capitais ao longo dos anos 1980 e meados dos anos 1990 e do aparecimento de inovações financeiras que possibilitaram uma maior mobilidade de capitais entre as economias globais. Interessados nos recursos externos para promover o crescimento econômico interno, implementou-se um processo de abertura financeira por parte dos países periféricos que facilitava o influxo de capitais em momentos de maior apetite por risco e bonança econômica, mas que ao mesmo tempo facilitava a saída de capitais em período de aversão ao risco e estresse econômico. Ou seja, a volatilidade dos fluxos de capitais tornou-se significativamente maior e mais instável.

Com determinantes majoritariamente exógenos, como destacou Prates (2005), os fluxos financeiros que circulam pelos países periféricos possuem peso desproporcional na perspectiva do investidor externo e do país que o recebe. Ou seja, apesar da natureza residual dos fluxos de capitais destinados aos países emergentes, os efeitos potencialmente desestabilizadores desses fluxos nos mercados de câmbio e capitais domésticos são notáveis. Isso se deve ao fato de que, em comparação com o tamanho desses mercados, o volume alocado pelos investidores globais não é insignificante. Desta forma, o ingresso de recursos com viés de curto-prazo e características especulativas – geralmente a busca por um maior retorno (spread) oferecido por ativos de países periféricos em relação àqueles com menor risco, característicos de economias avançadas – é agravante da condição de vulnerabilidade das economias periféricas em momentos de estrangulamento da liquidez internacional.

Esses movimentos de retração na liquidez internacional, associados à piora da condição econômica dos países periféricos, foram observados através da análise dos ciclos de liquidez internacional presente nessa monografia, que identificou os momentos em que as alterações nas políticas econômicas dos países centrais – principalmente os Estados Unidos – assim como a crises com efeito contágio – como a crise do *subprime* de 2008 – levaram a uma modificação na disponibilidade de liquidez internacional, que impactou negativamente o desempenho econômico dos principais países periféricos – dentre eles a Turquia – e influenciou na capacidade de seus governos e condutores de suas políticas monetárias de lidar com as pressões imposta pelo estrangulamento de recursos externos nesses períodos. Esses períodos de maior estresse nos mercados globais e aversão ao risco também foram explorados através da perspectiva do que Pereira (2015) chamou de indicadores síntese, capturando o risco país e soberano, assim como do VIX.

Por fim, a análise do caso da Turquia contribui para a validação do que fora discutido a respeito da vulnerabilidade dos países periféricos a partir da assimetria monetária e financeira presente na dinâmica centro-periferia. Afinal, ao se examinar contexto socioeconômico da Turquia a partir dos anos 1990, sob a perspectiva da dinâmica dos ciclos de liquidez internacional – assim como dos componentes da Conta Financeira (CF) a partir da segunda metade dos anos 2000 – percebeu-se, através do estudo de Miahira (2021) e da análise dos dados, que os componentes Outros Investimentos (OI) e Investimentos em Carteira (IC) são, respectivamente, os maiores responsáveis pelas alterações na dinâmica de volatilidade da CF. Ou seja, ao contrário dos recursos com viés de longo prazo e incremento de produtividade, como os do Investimento Direto (ID), aqueles recursos com perfil especulativo e de curto-prazo – capturados pelos passivos de OI e IC – são dominantes nos fluxos analisados.

Nesse contexto, a Turquia – assim como os demais países periféricos – seguem subjugados a uma dinâmica de disponibilidade de recursos externos atrelada ao sentimento e percepção de risco dos investidores globais, que injetam capital majoritariamente especulativo e de curto-prazo em sua economia e, em momentos de estresse econômico global e aversão ao risco, os retiram rapidamente do país. Essa volatilidade e falta de controle sobre os capitais deixa a política monetária local subordinada a movimentos externos, o que afeta diretamente a capacidade do país de pensar em um crescimento de longo prazo e sustentado, à medida que as autoridades monetárias frequentemente estão tendo que adotar políticas de controle do desarranjo cambial, inflacionário e de juros – ocasionado em parte por essa volatilidade na entrada e saída do capital estrangeiro – para fazer frente aos períodos de estrangulamento da

liquidez internacional, afinal, o atual modelo de crescimento econômico destes países periféricos é fortemente dependente do financiamento externo.

REFERÊNCIAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Série Perguntas Mais Frequentes Banco Central do Brasil, Risco-País. Disponível em: <http://patrimonio.uff.br/wp-content/uploads/sites/269/2020/01/Texto-Aula-7-Risco-Pa%C3%ADs.pdf>. Acesso em 20 de setembro de 2023.
- BIANCARELLI, André M. Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira. Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP, 2007.
- BLOOMBERG. Banco de dados especializado. Disponível somente para assinantes. Acesso em 02 de setembro 2023.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Crises financeiras nos anos 1990 e poupança externa. Nova Economia Belo Horizonte. Pag. 327-357, 2008.
- CARNEIRO, Ricardo. Globalização e Inconvertibilidade Monetária. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 28, n. 4, p. 539-556, out. 2008.
- CFA INSTITUTE. Credit Default Swaps. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refreshers-readings/credit-default-swaps>. Acesso em 04 de novembro de 2023.
- CONTI, Bruno Martarello de; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. Economia e Sociedade, Campinas, v. 23, n. 2, p. 341-372, ago. 2014. Quadrimestral.
- CORRÊA, Vanessa P.; MOLLO, Maria de L. R.; BIAGE, Milton. Vulnerabilidade do Mercado X Vulnerabilidade de País: discutindo as políticas liberais e a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil. Anais do XIII Encontro Nacional da Sociedade Brasileira de Economia Política, SEP, 2009.
- CYSNE, R. P., Sobreira, R. (Coordenadores). Ajustes Fiscais: Experiências recentes de países selecionados. Editora FGV, Rio de Janeiro, 2008.
- FARHI, Maryse. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. Economia e Sociedade, v. 8, n. 2, p. 93-114, 1999.
- FITCH. Rating definitions. Disponível em: <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions#about-rating-definitions>. Acesso em 05 de outubro de 2023.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Recent Experiences in Managing Capital Inflows - Cross-Cutting Themes and Possible. Prepared by the Strategy, Policy, and Review

Department. In consultation with Legal, Monetary and Capital Markets, Research, and other Departments. 2011.

GABRIEL, Luciano; OREIRO, José Luis. A crise cambial e financeira da Turquia em 2001 e a sua recuperação econômica. *Revista Economia & Tecnologia* Ano 02, Vol. 06, p. 127 a 134, 2006.

INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (IFS). Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP), Rep. of Türkiye. Disponível em: <https://data.imf.org/?sk=7a51304b-6426-40c0-83dd-ca473ca1fd52&sid=1542635306163>.

Acesso em 04 de novembro de 2022.

INVESTOPEDIA. Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Assumptions Explained. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>. Acesso em 27 de outubro de 2023.

INVESTOPEDIA. CBOE Volatility Index (VIX): What Does It Measure in Investing? Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/v/vix.asp>. Acesso em 04 de novembro de 2023.

KEYNES, John Maynard. (1930). *Treatise on money*, v. 2 - The applied theory of money. The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. VI. London: MacMillan, 1971.

LELLIS JUNIOR, Luis Carlos. O impacto da quantitative easing americano no preço dos ativos brasileiros. FGV EPGE - Dissertações, Mestrado em Finanças e Economia Empresarial, 2015.

MARQUES, Rosa Maria; NAKATANI, Paulo. Crise, capital fictício e afluxo de capitais estrangeiros no Brasil. *Caderno CRH*, [S. l.], v. 26, n. 67, 2013.

MATTOS, Olívia Maria Bullio. Bancos, "shadow banks" e moeda endógena [recurso eletrônico]: desafios à política monetária do Federal Reserve no século XXI. Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. 2015.

MIAHIRA, João Camargo Di Iorio. 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 (Mestrado em Ciências Econômicas) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2021.

MOODY'S. Rating methodologies. Disponível em: <https://www.moody's.com/reports/methodologies-and-frameworks/rating-methodologies>.

Acesso em 05 de outubro de 2023.

OCAMPO, José A. *International Asymmetries and the Design of the International Financial System*. Santiago, Chile: Cepal, abr. (Series Temas de Coyuntura n. 15), 2001.

- PEREIRA, Vanessa de Paula; CORREA, Vanessa Petrelli. Vulnerabilidade externa de países periféricos e o perfil da componente financeira do Balanço de Pagamento – uma análise para o caso brasileiro entre 2000 e 2014. 199 f. Universidade Federal de Uberlândia, IERI-UFU, 2015.
- PRATES, Daniela Magalhães. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. R. Econ. contemp., Rio de Janeiro, 9(2): 263-288, mai./ago, 2005.
- SOUZA, Henrique Ferreira de. Fluxos de capitais e vulnerabilidade externa: o estudo da dinâmica financeira dos investimentos diretos nos países do BRICS (2000-2019). 2021. 293 f. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2021.
- SOUZA, Henrique Ferreira de; CORREA, Vanessa Petrelli. Ciclos de liquidez mundial nos anos 2000-2019: análise e proposição de um indicador. Brazilian Keynesian Review, 9(2), p.341-367, 2023.
- STANDARD & POOR'S (S&P). Understanding the credit ratings. Disponível em: <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/understanding-credit-ratings>. Acesso em 05 de outubro de 2023.
- STUDART, Rogério. A integração de parceiros desiguais: os efeitos desestabilizadores da liberalização financeira e a internacionalização das economias da América Latina. In: FERRAZ, João Carlos; CROCCO, Marco; ELIAS, Luiz Antônio. (Organizadores). Liberalização econômica e desenvolvimento: modelos, políticas e restrições. p. 294-323. São Paulo: Futura, 2003.
- TEIXEIRA, Aloisio. O Império contra-ataca: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana. Economia e Sociedade, Campinas, n. 15, dez., p. 1-13, 2000.
- TURKISH STATISTICAL INSTITUTE. Data portal for statistics. Disponível em: <https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=dis-ticaret-104&dil=2>. Acesso em 15 de setembro de 2023.
- VIDAL, Tatiana Ladeira. Crises financeiras: efeito contágio ou interdependência entre os países? Evidências utilizando uma abordagem multivariada. 2011. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.
- WORLD GOVERNMENT BONDS. Turkey Credit Ratings historical data. Disponível em: <https://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/turkey/>. Acesso em: 03 de outubro de 2023.