

LUCAS JOSÉ MOURA SOUSA

Matrícula 11921ECO003

UMA ANÁLISE DOS FLUXOS DE CAPITAIS DA COREIA DO SUL DE  
2002 A 2022

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

INSTITUTO DE ECONOMIA

2023

LUCAS JOSÉ MOURA SOUSA

Matrícula 11921ECO003

UMA ANÁLISE DOS FLUXOS DE CAPITAIS DA COREIA DO SUL DE  
2002 A 2022

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da  
Universidade Federal de Uberlândia, como requisito  
parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas.

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Vanessa da Costa Val Munhoz

UBERLÂNDIA

2023

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

INSTITUTO DE ECONOMIA

LUCAS JOSÉ MOURA SOUSA

Matrícula 11921ECO003

UMA ANÁLISE DOS FLUXOS DE CAPITAIS DA COREIA DO SUL DE  
2002 A 2022

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da  
Universidade Federal de Uberlândia, como requisito  
parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas.

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Vanessa da Costa Val Munhoz

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 30 de novembro de 2023

---

Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Vanessa da Costa Val Munhoz

(Orientadora – IE/UFU)

---

Prof. Dr. Aderbal Oliveira Damasceno

(Examinador – IE/UFU)

---

Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Thaís Guimarães Alves

(Examinadora – IE/UFU)

## **Dedicatória**

A meus pais, que nunca mediram esforços para que eu conseguisse estar aqui. A minha irmã, familiares, amigos e professores, que me apoiaram e me ajudaram imensamente.

## **Agradecimentos**

Provavelmente, uma das partes mais difíceis de se escrever neste trabalho. Desde o início da graduação, recebi muito apoio de várias pessoas, às quais sou profundamente grato, e, agora com a conclusão da graduação, realizo um sonho almejado por tanto tempo. Em primeiro lugar, não há como não começar agradecendo a Deus por tantas bênçãos concebidas e pela proteção recebida.

À minha irmã, Isadora, muito obrigado por sempre me escutar falar sobre a faculdade, sobre este trabalho, sobre minha animação e desânimo com alguns pontos quando, principalmente, andamos com os cachorros. No entanto, acredito que você não imagina o quanto isso me ajudou.

À professora Vanessa Val, muito obrigado por aceitar ser minha orientadora de última hora. Sua ajuda, motivação, compreensão, dedicação e rapidez nas correções fizeram uma grande diferença para mim. Foi um prazer ser seu orientando.

À professora Vanessa Petrelli, obrigado por despertar o meu interesse nessa área e por tornar a volta ao ensino presencial mais interessante e prazerosa.

Aos professores Aderbal e Thaís, quero agradecê-los por aceitarem com prontidão fazer parte da banca examinadora.

A todos os professores e funcionários do IERI, obrigado por tantos ensinamentos. Dentre os professores, destaco a Ana Maria, Ana Paula, Carlos Nascimento, Eduardo, Germano, Marcelo Loural, Marisa Botelho, Michele, Rosana, Soraia, Vanessa Val e Vanessa Petrelli por serem fonte de inspiração, admiração e conhecimento. Alinhado a isso, agradeço meus professores do Colégio Nossa Senhora do Amparo por me apoiarem e acreditarem em mim.

A todos os meus amigos e familiares, muito obrigado por torcerem por mim, por acreditarem em mim e por vibrarem comigo a cada passo dado, além de cada mensagem, conversa e ligação. Sem vocês, esta jornada não seria tão interessante e incrível. Graças a Deus, estive rodeado de pessoas de luz e que fizeram a diferença nesta caminhada.

Por fim, a meus pais, Sirlene e Paulo. Palavras fogem de minha cabeça para expressar a mais profunda gratidão por me proporcionarem esta conquista, a qual compartilho inteiramente com os dois. Vocês não fazem noção de como o amor, o carinho, a dedicação, a confiança e apoio de vocês foram e são importantes para mim. Tenho muito orgulho de poder dividir este momento com vocês e por sempre serem um norte para mim em tantos quesitos, como força.

## RESUMO

A dinâmica dos fluxos de capitais para a Coreia do Sul é fortemente impactada pelo ciclo de liquidez mundial, o qual possui relação direta com a política monetária dos Estados Unidos. Isso ocorre em virtude da posição ocupada pela moeda do país, won sul-coreano, no sistema monetário internacional. Por meio da análise trimestral da conta financeira sul-coreana de 2002 a 2022, foi observado que as subcontas Investimento em Carteira (IC) e Outros Investimentos (OI) são muito voláteis, sejam os fluxos líquidos ou os fluxos passivos (operação de estrangeiros). IC, OI e derivativos apresentam forte relação com o Índice de Risco Global, o VIX, e suas movimentações são semelhantes à de países periféricos seguindo os ciclos de liquidez mundial. Portanto, o potencial de reversão desses capitais é explicitado e gera efeitos perversos na economia nacional.

**PALAVRAS-CHAVE:** moedas periféricas; liquidez internacional; balanço de pagamentos; Coreia do Sul.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Liquidez dos ativos e demanda dos agentes na escala mundial.....	17
Figura 2 - A hierarquia atual do SMI.....	18

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Total da conta financeira de países emergentes em trilhões de dólares de 2002 a 2022.....	31
Gráfico 2 - Taxas de crescimento do PIB de 2002 a 2007 (%) .....	32
Gráfico 3 - Index global dos preços de commodities de 2003 a 2007 (janeiro de 2003 = 100).....	32
Gráfico 4 - Índice VIX (à esquerda) e taxa de juros dos Estados Unidos (à direita) de 2002 a 2007 ...	33
Gráfico 5 - Index global dos preços de commodities de janeiro de 2008 a junho de 2009 (janeiro de 2008 = 100) .....	35
Gráfico 6 - Exposição dos bancos dos países selecionados a dívidas, privada e pública, dos PIIGS (posição em junho de 2011 em bilhões de dólares).....	37
Gráfico 7 - Ativos do FED em trilhões de dólares de 2007 a 2015.....	38
Gráfico 8 - Conta Financeira da Coreia do Sul em milhões de dólares (2002 a 2022) .....	48
Gráfico 9 - Conta Financeira e Transações Correntes da Coreia do Sul em milhões de dólares (2002 a 2022) .....	48
Gráfico 10 - Investimento Direto da Coreia do Sul em US\$ milhões (superior) e Índice VIX (inferior)(Q1 2002 a Q4 2022).....	49
Gráfico 11 - Investimento em Carteira da Coreia do Sul em US\$ milhões (superior) e Índice VIX (inferior)(Q1 2002 a Q4 2022).....	52
Gráfico 12 - Poupança bruta da Coreia do Sul (% da Produto Interno Bruto) de 2002 a 2022 .....	54
Gráfico 13 - Derivativos da Coreia do Sul em US\$ milhões (superior) e Índice VIX (inferior)(Q1 2002 a Q4 2022).....	56
Gráfico 14 - Outros Investimentos da Coreia do Sul em US\$ milhões (superior) e Índice VIX (inferior) (Q1 2002 a Q4 2022).....	59

## LISTA DE QUADRO

Quadro 1 - Instrumentos de gestão de fluxos de capitais após a crise financeira global de 2008.....	60
---	----

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Giro (turnover) nos mercados cambiais globais: participação das moedas em percentual da média diária para os meses de abril.....	20
Tabela 2 - Composição das reservas oficiais de câmbio .....	21
Tabela 3 - Âncoras de taxa de câmbio (% dos países membros do FMI) .....	22
Tabela 4 - Perdas financeiras do <i>KIKO</i> em 2009 .....	57

## LISTA DE SIGLAS

*BIS: Bank of International Settlements*

*BoK: Bank of Korea*

BCE: Banco Central Europeu

BP: Balanço de Pagamentos

CF: Conta Financeira

CFA: Crise Financeira Asiática

CFG: Crise Financeira Global

DER: Derivativos

FMI: Fundo Monetário Internacional

FMI/IEO: Fundo Monetário Internacional/*Independent Evaluation Office*

FMI/WEO: Fundo Monetário Internacional/*World Economic Outlook*

IC: Investimento em Carteira

ID: Investimento Direto

OI: Outros Investimentos

PIB: Produto Interno Bruto

QE: *Quantitative Easing*

SMI: Sistema Monetário Internacional

TC: Transações Correntes

*UNCTAD: United Nations Conference on Trade and Development*

## Sumário

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	10
<b>1: HIERARQUIAS MONETÁRIAS NO SISTEMA FINANCEIRO MUNDIAL E SUAS IMPLICAÇÕES PARA PAÍSES PERIFÉRICOS</b> .....	13
1.1: O sistema monetário internacional e o conceito de divisa .....	13
1.2: A hegemonia econômica americana: o dólar como moeda de maior hierarquia de divisa .....	18
1.3: As implicações do sistema monetário internacional sobre os países de moedas periféricas.....	22
<b>2: A LIQUIDEZ MUNDIAL NO SÉCULO XXI – UMA PERIODICIDADE</b> .....	28
2.1: 2002 a 2007 .....	31
2.2: 2008 ao primeiro semestre de 2009 .....	34
2.3: Segundo semestre de 2009 ao primeiro semestre de 2011 .....	35
2.4: Segundo semestre de 2011 a 2012 .....	36
2.5: 2013 a 2019 .....	38
2.6: 2020 a 2021 .....	39
2.7: 2022 (pós-Covid).....	40
<b>3: DINÂMICA DOS FLUXOS DE CAPITAIS PARA A COREIA DO SUL</b> .....	41
3.1: Crise Asiática de 1997 e crise financeira global de 2008, e seus impactos na Coreia do Sul....	42
3.2: Metodologia .....	45
3.3: Particularidades da Conta Financeira da Coreia do Sul .....	46
3.4: Investimento Direto.....	49
3.5: Investimento em Carteira .....	51
3.6: Derivativos .....	55
3.7: Outros Investimentos .....	58
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	62
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	64

## INTRODUÇÃO

Os países periféricos apresentam uma diferença clara com os países centrais: o uso de suas moedas nacionais. Esses países apresentam singularidades no que tange ao comportamento de suas taxas de câmbio, das taxas de juros, na condução de políticas econômicas e, destarte, no impacto sobre o desenvolvimento econômico de tais nações (De Conti, Prates, Plihon, 2014). Portanto, o Sistema Monetário Internacional (SMI) desempenha função relevante em tais dessemelhanças observadas entre países centrais e periféricos. Esta assimetria monetária reflete essa dinâmica imposta aos países de moedas fracas, gerando uma assimetria macroeconômica.

Neste trabalho, a principal diferença abordada sobre os países periféricos e os países centrais concerne ao modo de sua inserção no capitalismo e seus desdobramentos. Segundo De Conti, Prates e Plihon (2014), o primeiro grupo apresenta fragilidade monetária e financeira, bem como subordinação (em diferentes graus) política e militar.

A forte volatilidade das taxas de câmbio e de juros é a grande característica do novo SMI, vigente após o fim de Bretton Woods na década de 1970 e contribuiu para a ampliação da especulação em países de moedas periféricas. Com as inovações financeiras da segunda metade do século XX, a volatilidade mencionada tornou-se maior, sendo intensificada pela abertura financeira. Este fenômeno promove a exclusão de entraves à livre mobilidade de capitais, mais particularmente aos fluxos financeiros por meio das fronteiras nacionais (De Conti, 2011). Na década de 1990, esse processo atrelado ao avanço das operações de securitização e do desenvolvimento do mercado de derivativos fomenta a volatilidade dos fluxos de capitais, com destaque à rápida reversão dos fluxos de curto prazo (Côrrea, 2006).

Os influxos financeiros afetam profundamente a dinâmica do câmbio de tais nações, o que impacta fortemente em suas economias domésticas. Ademais, grande parte destes fluxos são mais influenciados por movimentos da conjuntura global do que por movimentos internos (Corrêa e Pereira, 2016). Destarte, a análise da liquidez internacional e dos fluxos financeiros, bem como os seus perfis são fatores relevantes para a dinâmica econômica de qualquer economia, especialmente as economias periféricas, as quais têm moedas subordinadas no sentido de sua conversão às moedas emitidas por economias centrais.

Outrossim, os fluxos de capitais dirigidos a países periféricos são altamente instáveis e o que tem se observado após a crise do *subprime* de 2008 e 2009 é de um retorno inicial dos capitais para tais nações. No entanto, posteriormente, tem sido analisada uma constante volatilidade nos fluxos de capitais diante de vários episódios internacionais, os quais influenciam profundamente o direcionamento de recursos às nações periféricas, intensificando

essa dinâmica instável e impactando as suas taxas, não somente de juros, mas também de câmbio.

Logo, o que se percebe é a manutenção de uma forte volatilidade dos fluxos de capitais depois de 2008 e se destacam duas questões. A primeira tange à redução do volume de recursos dirigidos aos países periféricos ao ser comparado com o período pré-crise financeira global (2008). Já a segunda concerne aos vários momentos de instabilidade em nível global, os quais afetam a dinâmica da liquidez, apesar de não haver uma fuga mais profunda de recursos. Ademais, várias análises têm sido desenvolvidas a esse respeito, as quais evidenciam uma dinâmica fortemente instável. Destarte, a escolha da série temporal a ser analisada aqui (2002 a 2022) é resultado das duas particularidades citadas anteriormente.

A escolha da Coreia do Sul como país de análise foi orientada por sua classificação como país desenvolvido pelo FMI e por sua moeda não ser conversível internacionalmente, sendo periférica. Nesse trabalho, o país está enquadrado como periférico, visto que a temática de sua moeda é amplamente discutida e por seus fluxos de capitais apresentarem instabilidade em função da forte entrada e saída de recursos, comum em economias periféricas.

Os fluxos de capitais sul-coreanos assemelham-se, em certa medida, aos fluxos de capitais brasileiros. Ambos os países já utilizaram de regulação de rubricas da conta financeira para diminuir a instabilidade da forte entrada de capitais no momento posterior a crise financeira global (CFG) de 2008. Ademais, a Coreia do Sul apresenta mercado financeiro avançado e uma recente liberalização financeira, assim como o Brasil, porém estudada em uma magnitude menor.

Por conseguinte, surge o questionamento: a dinâmica dos fluxos de capitais da Coreia do Sul é definida meramente pela sua política interna ou é influenciada pela conjuntura internacional? A hipótese aqui defendida é que a dinâmica dos fluxos de capitais dirigidos à Coreia do Sul é fortemente afetada pela dinâmica da liquidez mundial, a qual é influenciada pela política monetária estadunidense.

Neste viés, o objetivo principal é analisar a dinâmica dos fluxos de capitais para a Coreia do Sul entre 2002 e 2022, inter-relacionando com os ciclos de liquidez mundial. Como objetivos específicos, são apontados: i) desenvolver o debate teórico sobre a hierarquia de moedas e a posição subordinada dos países periféricos no sistema monetário internacional (SMI); ii) analisar os ciclos de liquidez mundial de 2002 a 2022, definindo uma periodicidade; iii) examinar os fluxos de capitais sul-coreanos realizados por estrangeiros e por residentes; iv) abrir as grandes contas da conta financeira do balanço de pagamentos da Coreia do Sul, detalhando o movimento de fluxos de estrangeiros.

Desta forma, o presente trabalho divide-se em três capítulos. O primeiro apresenta uma discussão sobre o sistema monetário internacional e sua determinação de hierarquia de moedas, cujos rebatimentos para países periféricos é examinada. No segundo capítulo, desenvolve-se uma periodicidade dos ciclos de liquidez mundial, o que auxilia na análise da dinâmica dos fluxos de capitais para a Coreia do Sul, que é realizada no terceiro capítulo, no qual são detalhadas as subcontas da conta financeira deste país. Por fim, à guisa de conclusão são tecidas considerações finais.

## **1: HIERARQUIAS MONETÁRIAS NO SISTEMA FINANCEIRO MUNDIAL E SUAS IMPLICAÇÕES PARA PAÍSES PERIFÉRICOS**

A economia global nunca apresentou uma moeda comum para todos os países, que, segundo Aglietta (1986), fosse administrada por uma organização supranacional. Isso já foi alvo de discussão na Conferência de Bretton Woods (1944), com o *Bancor* e com a *International Clearing Union* de Keynes (Fritz, Prates e de Paula, 2016). Logo, há diferentes fases em que algum padrão monetário foi adotado, a exemplo do padrão libra esterlina-ouro, padrão dólar-ouro e, atualmente, padrão dólar americano.

No território nacional, o Estado impõe a sua moeda (ótica do *fiat money*), porém isto não ocorre na área internacional. Há diversas interpretações para o uso das moedas no âmbito global: o uso da moeda, neste cenário, deriva do processo de competição de mercado pelo lado da demanda (Cohen, 1998; Tavlas, 1998; Eichengreen *et al.*, 2005) ou pelo lado da oferta (Bénassy-Quéré, Deusy-Fournier, 1994). Já Belluzzo (1997) aborda a hegemonia do dólar decorrente da imposição dos Estados Unidos por meio de seu poder militar e financeiro.

Desta forma, este capítulo se inicia com a discussão na seção 1.1 sobre a emergência e evolução do atual sistema monetário internacional, bem como as funções da moeda dentro de um país e internacionalmente. Partindo deste ponto, a abordagem da seção 1.2 tange a uma análise da centralidade do dólar estadunidense no sistema mencionado, cujo rebatimento é examinado na seção 1.3 a partir das assimetrias monetárias, financeiras e macroeconômicas.

### **1.1: O sistema monetário internacional e o conceito de divisa**

O sistema monetário internacional (SMI) corresponde a uma ordenação da utilização das moedas no plano internacional, o que está intrinsecamente relacionado com as suas funções básicas descritas por Keynes em escala global - reserva de valor, meio de pagamento e unidade de conta (De Conti, Prates e Plihon, 2014). Segundo Belluzzo e Carneiro (2003), a natureza hierárquica das moedas decorre de seus riscos de crédito e prêmios de liquidez em referência à moeda-chave do sistema.

Como consequência, a demanda de cada moeda é heterogênea e tem papel fundamental na justificativa para o comportamento das taxas de juros e câmbio de países periféricos, cujas moedas não são conversíveis em nível internacional, ou seja, não têm liquidez de divisa. Desta forma, é possível estabelecer uma hierarquia com as moedas de cada país, em que o dólar estadunidense se revela como elemento central (De Conti, Prates e Plihon, 2014).

Guillaumin e Plihon (2008, p. 3 citado por De Conti, 2011, p. 12) aborda que as finalidades do SMI são:

- i) assegurar o intercâmbio e a circulação das moedas em âmbito internacional, de acordo com os regimes cambiais e as regras de convertibilidade das moedas; ii) permitir o ajuste dos balanços de pagamentos, principalmente no que diz respeito aos desequilíbrios externos; e iii) assegurar a liquidez internacional, fornecendo à economia mundial a moeda necessária para os intercâmbios internacionais.

Retornando às funções da moeda, Keynes (1936) defende que a função reserva de valor é a principal no capitalismo financeirizado e, quando se extrapola para o nível internacional do uso de moedas, ela é ainda mais relevante para a construção de um SMI, pois minimiza perdas patrimoniais. Isso ocorre em virtude da alta volatilidade da taxa de câmbio das moedas periféricas. Desta forma, há uma maior segurança relacionada à estabilidade de moedas centrais e que possibilita estabelecer uma hierarquia entre elas. É necessário destacar que a escolha de moedas periféricas apresenta forte relação com o fator da especulação em momentos de tranquilidade/positividade do ciclo mundial de liquidez (Prates, 2002).

Na mesma temática, Prates (2002) disserta que o SMI apresenta três pilares: regime cambial, forma da moeda internacional e grau de mobilidade dos capitais, o que possibilita a diferenciação dos padrões monetários globais. Com a emergência do Acordo de Bretton Woods, vigente entre a década de 1940 e a década de 1970, os eixos eram: regime de câmbio fixo – porém, havia uma margem para possíveis flutuações cambiais em razão de problemas no balanço de pagamentos -, paridade entre o dólar americano e o ouro, além de mobilidade reduzida de capitais.

A decisão de Nixon de romper com a paridade mencionada decorre dos crescentes déficits na balança de pagamentos estadunidense, destacando os saldos correntes e da conta corrente dos Estados Unidos (Serrano, 2002). Nesta situação, é evidenciado o Dilema de Triffin (Serrano, 2002, p. 246), em que

Quanto mais o país central acumular sucessivos déficits da balança de pagamentos financiados em sua própria moeda, maior tenderá a ser a razão entre a quantidade de moeda-chave em circulação na economia mundial e as reservas de ouro do país central.

Por conseguinte, a incompatibilidade desta métrica com a quantidade de ouro nos Estados Unidos era explicitada, dificultando a paridade dólar-ouro. Triffin, na década de 1960, vislumbrou a crise do padrão de Bretton Woods e expressou o seu desejo da troca do padrão monetário internacional para uma moeda supranacional, assim como Keynes (Serrano, 2002).

O ano de 1971 é relevante na trajetória do SMI, pois os Estados Unidos, unilateralmente, romperam com a paridade do dólar com o ouro. Isso culminou no término do regime de câmbio fixo em 1973. Desta forma, as nações podiam escolher o melhor regime cambial para sua

economia com o fito em comum da estabilidade cambial. Esta mudança para um regime de câmbio flutuante gerou uma forte volatilidade nas taxas de juros e de câmbio, o contrário do que a corrente monetarista afirmava - equilíbrio do balanço de pagamentos e maior estabilidade da taxa de câmbio (Belluzzo, 1995)<sup>1</sup>.

A alteração mencionada ocorrida em 1971 evidencia o caráter estritamente fiduciário do dólar, potencializando a autonomia do manejo de políticas econômicas pelos Estados Unidos, as quais passam a depender do ciclo interno da economia americana. Além disso, Prates (2005) analisa uma nova característica do novo padrão monetário internacional: a natureza de devedor líquido dos Estados Unidos.

Após o fim do padrão de Bretton Woods, o surgimento do padrão dólar alterou a dinâmica mencionada, pois há autonomia para os países escolherem o regime cambial e a mobilidade de capitais desejada (grau de abertura da conta financeira). O novo padrão monetário internacional, após a década de 1970, é baseado em regime de câmbio flutuante, dólar fiduciário e livre mobilidade de capitais, enquanto o sistema financeiro internacional é pautado no “dólar flexível, financeiro e fiduciário”. No entanto, há uma permanência de sua natureza hierárquica, pois a moeda estadunidense permanece como o centro do sistema e as demais moedas podem ser ranqueadas com base em suas funções em escala global. Para Prates (2002), a diferenciação mencionada é o cerne do SMI hierarquizado.

Outrossim, convém abordar que o uso de uma moeda fora de seu território nacional é a sua liquidez no cenário global. A liquidez internacional refere-se à “capacidade de um ativo ser trocado contra um meio de pagamento aceito em âmbito internacional” (Plihon, 2011, citado por De Conti, 2011, pág. 165). Portanto, as moedas centrais apresentam liquidez internacional, pois desempenham as funções da moeda para além de seus territórios. Na contramão, as moedas de países periféricos não detêm essa característica e, como consequência, os papéis denominados nelas apresentam liquidez reduzida, visto que a moeda não exerce o seu papel de meio de pagamento, apresentando risco de demora, custo ou perda de capital para os agentes internacionais.

Esta questão é o cerne para o entendimento do comportamento das taxas de juros e câmbio dos países periféricos, pois as moedas periféricas são demandadas como ativos financeiros no âmbito global (De Conti, Biancarelli e Rossi, 2013). Neste ponto, podemos refletir em convergência com a teoria de portfólio de Hicks (1962), que aborda o *trade-off* entre

---

<sup>1</sup>Para maior detalhamento sobre liberalização do mercado de capitais e sua produção de instabilidade, ver Stiglitz (2000).

liquidez e rendimento dos ativos. Como os países periféricos apresentam moedas de liquidez baixa, o rendimento de seus títulos deve ser maior o suficiente para os agentes demandá-los.

No contexto de globalização financeira, o movimento de busca por rendimento (*search for yield*) ocorre em momentos de tranquilidade/positividade no mercado internacional de liquidez, ou seja, em momentos de apetite pelo risco. Portanto, a demanda pela moeda periférica não é perene (ao contrário da demanda pelas moedas centrais) e depende fortemente dos ciclos mundiais de liquidez, ou seja, de fatores externos à sua economia. Desta forma, tais capitais apresentam um caráter explicitamente especulativo (De Conti, Prates e Plihon 2014).

Prates (2002) discorre sobre a liquidez nos mercados financeiros mundiais e divide sua interpretação em um eixo estrutural e outro conjuntural. O primeiro tange ao surgimento da globalização financeira, enquanto o segundo concerne aos efeitos das taxas de juros e do desempenho econômico dos países de moedas centrais, com forte destaque aos Estados Unidos. Este conjunto exerce um impacto elevado no volume e na direção dos fluxos de capitais para os países periféricos. Após isso, a divisão desses fluxos será determinada com base em fatores domésticos, principalmente o ciclo econômico e as taxas de juros nacionais. No entanto, quando há uma reversão do panorama de liquidez global, estas características internas não são suficientes para tentar reduzir o movimento de fuga de capitais, pois os agentes irão realizar o movimento de “fuga para a qualidade”. É neste momento que explicita a volatilidade das taxas de câmbio e juros dos países periféricos em virtude da assimetria monetária.

Nesse cenário de “fuga para a qualidade”, a demanda por moeda periférica diminui ao passo que sua oferta se eleva e ocorre uma tendência de um aumento da taxa de câmbio. Por conseguinte, o Banco Central tentará reduzir esta volatilidade operando no mercado de câmbio por meio da oferta de moedas centrais, majoritariamente o dólar, que é limitada pelo nível das reservas internacionais (De Conti, 2011).

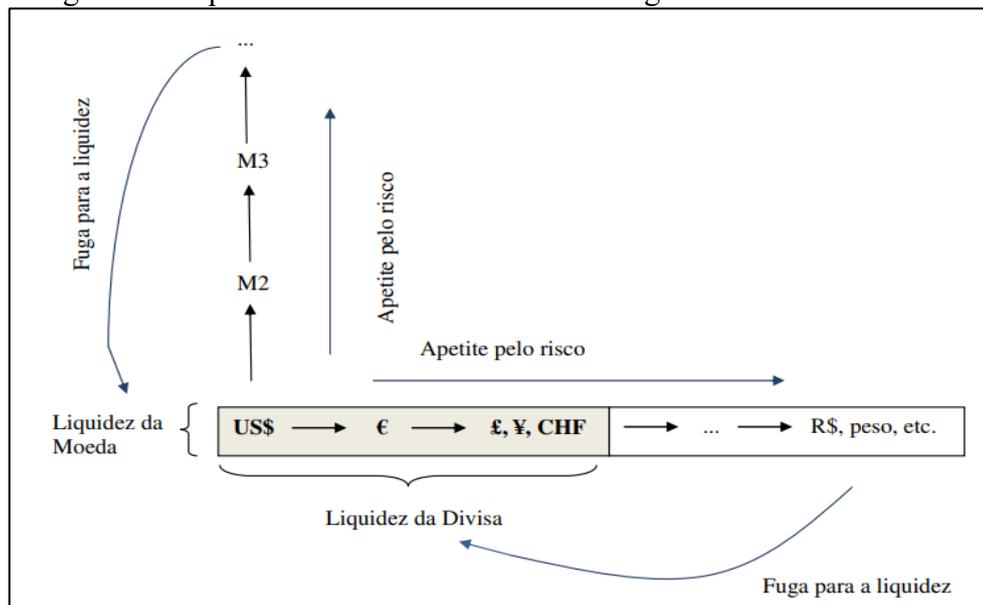
Logo, é evidenciado o caráter especulativo e instável dos fluxos de capitais direcionados a países periféricos. Além disso, a liquidez de moedas fracas é condicional ou cíclica, segundo De Conti, Prates e Plihon (2014), pois depende do ciclo mundial de liquidez.

Convém também diferenciar os conceitos de liquidez da moeda e liquidez dos mercados. A primeira refere-se ao desempenho das funções clássicas da moeda, ao passo que o segundo está relacionado com as instituições, o tamanho, a história e os agentes presentes em um determinado mercado (De Conti, Prates e Plihon, 2014). Ademais, Aglietta (1986) estabelece as diferenças entre moeda e divisa, sendo o local de seu uso a dessemelhança. Se uma moeda é utilizada fora de seu território nacional, ela torna-se uma divisa. Desta forma, os países

periféricos conseguem modificar a sua liquidez de mercado, porém é difícil alterar sua liquidez de divisa.

Para a construção do SMI hierarquizado, De Conti (2011) diferenciou, em escala nacional, a liquidez dos ativos e a demanda dos agentes. Ao extrapolar para o âmbito internacional, ele elaborou uma matriz em que “ativo mais líquido está abaixo e à esquerda (o dólar) e o grau de liquidez se reduz conforme se move para cima e para a direita” (De Conti, 2011, p. 174).

Figura 1 - Liquidez dos ativos e demanda dos agentes na escala mundial



Fonte: De Conti (2011).

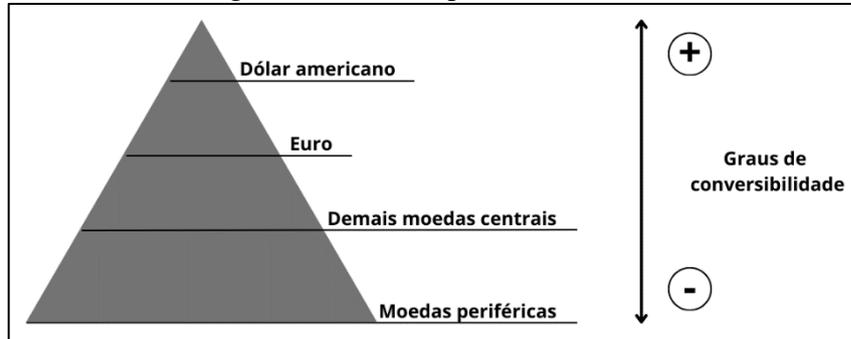
A figura acima indica que os agentes, em situações de *search for yield*, irão aplicar recursos mais à direita superior da matriz, em que os rendimentos são maiores, porém a liquidez é menor, em que, muitas das vezes, são em países periféricos. No entanto, quando ocorre a sua reversão, os agentes irão para ativos líquidos e seguros no movimento *fly to quality*. Neste momento, os agentes buscam a liquidez de divisa e não a liquidez de mercado.

Por ser um caráter estrutural, a estrutura descrita é dificilmente alterada. Ademais, por meio da liquidez dos mercados, os países periféricos são ordenados entre si, o qual pode mudar de acordo com os atributos da liquidez dos mercados – instituições, tamanho, história e agentes do mercado (De Conti, 2011).

Para De Conti (2011), o uso das moedas em âmbito internacional é resultado dos seguintes fatores: “tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial; poder geopolítico; voluntarismo político; instituições fortes e/ou favoráveis; política econômica

“responsável” e bons resultados macroeconômicos”<sup>2</sup>. Desta forma, tornou-se possível estabelecer uma hierarquia hodierna do sistema monetário internacional.

Figura 2 - A hierarquia atual do SMI



Fonte: Elaboração própria a partir de De Conti, Prates e Plihon (2014).

A interpretação da figura é que há quatro eixos no SMI. No centro, o dólar revela-se como a principal moeda e a de hierarquia mais alta no sistema. O euro é a segunda moeda na hierarquia, com relevância crescente desde sua criação em 1999, desempenhando funções mais sólidas que o terceiro grupo, porém menor que as do dólar. Em um terceiro plano, há as outras moedas dos países centrais (com destaque especial para o yen e a libra esterlina, porém conta com a presença relevante do franco suíço, do dólar canadense e do dólar australiano), com desempenho secundário das funções clássicas. Ao final, o conjunto de moedas periféricas, cujas moedas desempenham funções restritas ao seu território nacional, com poucas que conseguem extrapolar este limite em situações específicas. Hodiernamente, a moeda chinesa encontra-se em uma mudança de seu patamar, porém é uma temática que deve ser fortemente analisada, o que não é alvo deste projeto.

## 1.2: A hegemonia econômica americana: o dólar como moeda de maior hierarquia de divisa

O ordenamento das moedas em uma hierarquia determinada do SMI demonstra o dólar como moeda-chave do sistema. Logo, é possível mencionar o dólar como moeda mais completa na escala global. Segundo Cartapanis (2009), o próprio Banco Central Europeu limita a área de influência do euro na Europa e em alguns países da África, ao passo que a área de influência do dólar é o mundo todo.

<sup>2</sup> Para uma análise mais detalhada, ver De Conti (2011).

Tavares e Melin (1997) discorreram sobre o que eles chamaram de “a diplomacia do dólar” no plano geoeconômico, analisando eventos de 1979 a 1996. Em todas as três fases mencionadas pelos autores, o dólar provocou alterações econômicas, benéficas ou maléficas, em todo o mundo.

A primeira fase engloba os anos de 1979 a 1985, em que os autores sintetizaram em “dólar forte” em virtude do choque de juros de Paul Volcker em setembro de 1979, a qual foi seguida pelo segundo choque de preços do petróleo. Estes dois eventos culminaram em desvalorizações cambiais em todas as moedas, recessão mundial até 1983 e crises bancárias e cambiais (relacionadas à expansão da dívida externa dos países). Ademais, há o surgimento de inovações financeiras e a expansão de derivativos, abarcando mercado futuros de câmbio (Tavares e Melin, 1997).

Já a segunda fase ocorre entre 1985 e 1989, em que há uma depreciação do dólar imposta pelo Federal Reserve, além de uma desregulação de vários mercados de capitais acompanhado por crises, a exemplo a da Bolsa de Nova York e de Tóquio. Por fim, a terceira fase, de 1989 a 1996, mantém o dólar desvalorizado e uma baixa taxa de juros, que possibilita fluxos de capitais direcionados para mercados asiáticos e latino-americanos. Ademais, fortes crises cambiais e bancárias ocorrem entre 1992 e 1995 (Europa, México e Japão). Além disso, o dólar tonifica sua centralidade no SMI por meio da obrigatoriedade da presença da moeda estadunidense em, no mínimo, “uma das pontas de todas as operações de securitização - crescentes desde 1988 - e arbitragem nos principais mercados de derivativos cambiais” (Tavares e Melin, 1997, p. 10). Esta imposição, segundo Prates (2005), explicitou para os agentes internacionais que o dólar cumpre as três funções clássicas da moeda em âmbito global.

Para Tavares e Melin (1997), as principais funções da moeda estadunidense são a de segurança e a de arbitragem, desempenhando papel de “denominador comum da riqueza financeira global”. Além disso, o *Federal Reserve (FED)* desempenha um papel de segurança do sistema, devido à emissão do dólar, à capacidade de fornecer liquidez e de influenciar as taxas de juros dos demais países. Desta forma, a função do *FED* extrapola as funções clássicas de um banco central.

De Conti (2011) fez uma análise extensa para demonstrar a centralidade do dólar estadunidense no SMI a partir das três funções clássicas das moedas. O autor trouxe dados de comércio internacional, mercados cambiais *cross-border* e dívida externa para fortalecer o seu argumento. Neste trabalho, os dados concentram em mercados cambiais e reservas internacionais.

No que pese à função meio de pagamento das moedas, De Conti (2011) aborda que os mercados cambiais globais podem servir de *proxy* para a função reserva de valor. Para isso, ele analisa dados do *Bank of International Settlements* (BIS) relativos ao giro cambial médio, ou seja, as operações feitas no ambiente doméstico dos países emissores de cada moeda.

Tabela 1 - Giro (*turnover*) nos mercados cambiais globais: participação das moedas em percentual da média diária para os meses de abril

	2007	2010	2013	2016	2019	2022
Dólar Americano	85,6%	84,8%	87,0%	87,6%	88,3%	88,4%
Euro	37,0%	39,0%	33,4%	31,4%	32,3%	30,5%
Yen Japonês	17,2%	19,0%	23,1%	21,6%	16,8%	16,7%
Libra Esterlina	14,9%	12,9%	11,8%	12,8%	12,8%	12,9%
Renminbi	0,5%	0,9%	2,2%	4,0%	4,3%	7,0%
Dólar Australiano	6,6%	7,6%	8,6%	6,9%	6,8%	6,4%
Dólar Canadense	4,3%	5,3%	4,6%	5,1%	5,0%	6,2%
Franco Suíço	6,8%	6,3%	5,2%	4,8%	5,0%	5,2%
Dólar de Hong Kong	2,7%	2,4%	1,4%	1,7%	3,5%	2,6%
Dólar de Singapura	1,2%	1,4%	1,4%	1,8%	1,8%	2,4%
Coroa Sueca	2,7%	2,2%	1,8%	2,2%	2,0%	2,2%
Won Sul-coreano	1,1%	1,5%	1,2%	1,7%	2,0%	1,9%
Coroa Norueguesa	2,1%	1,3%	1,4%	1,7%	1,8%	1,7%
Dólar Neozelandês	1,9%	1,6%	2,0%	2,1%	2,1%	1,7%
Rúpia Indiana	0,7%	1,0%	1,0%	1,1%	1,7%	1,6%
Total	200%	200%	200%	200%	200%	200%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de *Foreign Exchange Triennial Survey* / de 2007, 2010, 2013, 2016, 2019 e 2022.

Nota: O total de 200% deve-se ao fato de as transações serem com duas moedas.

Destarte, os dados demonstram a hegemonia do dólar e crescimento relevante do renminbi, moeda chinesa. Além disso, a tabela explicita o caráter hierárquico do SMI, em que as moedas dos países de moedas periféricas apresentam giros cambiais menores ao serem comparadas com moedas centrais.

No que tange à função reserva de valor, De Conti (2011) analisa três mercados internacionais: o mercado bancário, o mercado de títulos e o mercado de derivativos. Com os dados, o autor conclui que as principais moedas utilizadas são as de países centrais: dólar americano, euro, libra esterlina, franco suíço e yen japonês. Convém ressaltar que moedas asiáticas começaram a aparecer, mesmo que em proporção pequena, como as moedas de Hong Kong e Cingapura. O uso de moedas periféricas é considerado marginal e a interpretação do autor recai na dificuldade da aceitação de papéis e outros ativos denominados em moedas

periféricas pela maioria dos agentes econômicos internacionais, pois sua função de reserva de valor é fraca.

Outrossim, a função em questão pode ser analisada a partir das reservas internacionais dos países.

Tabela 2 - Composição das reservas oficiais de câmbio

	2006	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2020	2022
Dólar Americano	41,12%	36,53%	34,64%	34,18%	38,19%	51,32%	57,94%	55,04%	54,21%
Euro	15,80%	15,02%	14,34%	13,38%	12,43%	15,03%	19,40%	19,89%	18,90%
Yen Japonês	2,19%	1,99%	2,04%	2,27%	2,08%	3,10%	4,87%	5,63%	5,10%
Libra Esterlina	2,86%	2,42%	2,19%	2,25%	2,17%	3,41%	4,15%	4,42%	4,56%
Renminbi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,85%	1,78%	2,14%	2,42%
Dólar Canadense	0,00%	0,00%	0,00%	0,79%	1,03%	1,52%	1,72%	1,94%	2,20%
Dólar Australiano	0,00%	0,00%	0,00%	0,81%	0,94%	1,33%	1,53%	1,71%	1,82%
Franco Suíço	0,11%	0,08%	0,07%	0,12%	0,14%	0,13%	0,13%	0,16%	0,21%
Outras moedas	1,14%	1,26%	2,37%	1,78%	1,63%	1,83%	2,30%	2,48%	3,22%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do COFER/FMI.

Ao analisar as tabelas 1 e 2, percebe-se que o dólar é a moeda-chave do SMI e sua posição é forte, seguido pelo euro. Em um terceiro plano, têm-se as moedas do Japão e da Inglaterra. Em um patamar menor de importância, o franco suíço, o dólar canadense e o dólar australiano se fazem presentes, exercendo de forma reduzida as funções da moeda no âmbito global. Ao final da hierarquia, as moedas periféricas se ordenam entre si. Um ponto de atenção é a lenta mudança de patamar da moeda chinesa, renminbi, a qual aumentou sua participação nos giros cambiais e nas reservas internacionais,

Outra métrica utilizada para demonstrar a hegemonia do dólar americano é que a maioria das intervenções cambiais é feita a partir da compra ou venda de dólares. O Banco Central Europeu, em 2002, aborda que o dólar dos Estados Unidos é uma âncora, reserva e moeda de intervenção em escala global, com destaque para as políticas cambiais no continente asiático, foco deste trabalho (De Conti, 2011). O *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022* do FMI aborda a temática de âncoras monetárias<sup>3</sup> e demonstra que

<sup>3</sup> “Main intermediate target the authorities pursue to achieve their policy goal - which, overwhelmingly, is price stability” (FMI, 2022, p. 8).

o dólar é a principal âncora para a taxa de câmbio, com cerca de 19,1%, e redução de 7,4 pontos percentuais em comparação com 2010. O euro fica na segunda posição, com 13,4% em 2022.

Tabela 3 - Âncoras de taxa de câmbio (% dos países membros do FMI)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Dólar Americano	22,5	22,0	20,3	20,3	19,8	19,8	19,8	19,2	19,1
Euro	13,6	13,1	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,5	13,4
Outras moedas	4,2	4,2	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	5,2

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FMI.

Com base nos dados, percebe-se, novamente, que as moedas principais são o dólar americano, o euro e o yen, as moedas da tríade (De Conti, 2011).

### 1.3: As implicações do sistema monetário internacional sobre os países de moedas periféricas

A hierarquia do Sistema Monetário Internacional (SMI) gera uma assimetria monetária e macroeconômica, pois a autonomia para o manejo de políticas econômicas para desenvolvimento socioeconômico (a exemplo do crescimento do PIB e redução do Índice de Gini) varia de acordo com a posição dos países no SMI (Fritz, Prates e de Paula, 2016).

A assimetria financeira decorrente do SMI acarreta uma assimetria macroeconômica, pois há diferentes patamares de autonomia para o manejo de políticas econômicas entre os países-membros do sistema (Prates, 2002). Os efeitos da falta de liquidez da divisa nos países periféricos recaem na dinâmica das taxas de juros e de câmbio. A definição de taxa de juros para Keynes (1936) é a recompensa pela iliquidez de algum ativo. Como consequência, os países de moedas fracas apresentam taxa de juros maiores do que a de países centrais em função de sua característica mencionada (Carneiro, 2008).

Segundo Fritz, Prates e de Paula (2016), as taxas de câmbio, desde o fim do padrão dólar-ouro na década de 1970, apresentam alta volatilidade e estão crescentemente subordinadas à alocação de portfólio dos agentes internacionais, além de estarem intrinsecamente ligadas com perspectivas de curto prazo. Aliado a isso, Borio (2016) retrata o fato de o regime de câmbio flexível não ofertar uma forte proteção contra reversões repentinas de fluxos de capitais.

Apesar da preferência pelo regime cambial flutuante, é possível dizer que o câmbio não era 100% flutuante na maioria dos países, pois os efeitos da volatilidade cambial na economia

já eram conhecidos. Em 2009, o Fundo Monetário Internacional (FMI) publicou o *Annual Report on Exchange Arrangements* demonstrou que, aproximadamente, 60% dos países adotaram regimes cambial com algum tipo de controle cambial (*currency board, conventional peg, stabilized arrangement, crawling peg, horizontal bands ou other managed*). No mesmo relatório de 2022, percebe-se que esta estatística não se altera de 2014 a 2022 (FMI, 2023).

Outrossim, Prates (2005, p. 273) disserta que “a maior vulnerabilidade dos países emergentes às crises financeiras nos anos 90 esteve associada às assimetrias monetárias e financeiras do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo”. Segundo a autora, esse cenário fomentou a ocorrência de crises gêmeas (crises cambiais e bancárias) em tais nações, em virtude de sua tendência de forte dívida externa e dolarização, pois resultam em respostas rápidas entre crises cambiais e bancárias.

Como os países periféricos não conseguem ter domínio sobre tais fatores exógenos, eles apresentam vulnerabilidade externa, definido por Pereira (2015, p. 9) como “grau de afetação da economia doméstica de um país em decorrência de fenômenos externos”. Esta vulnerabilidade é diretamente proporcional ao volume e peso dos capitais de viés de curto prazo presente nos países periféricos, bem como a possibilidade de formações de bolhas/disrupções no mercado de capitais - por meio de movimentos no mercado secundário (Corrêa *et al.*, 2009; Pereira, 2015).

Além disso, *currency mismatch*, consoante Carneiro (2008), refere-se ao desequilíbrio patrimonial derivado de flutuações cambiais em ativos e passivos que estão denominados em moedas diferentes. Por sua vez, o *original sin* tange à incapacidade de endividamento de um país em sua própria moeda no plano mundial. Este termo estava, em um primeiro momento, relacionado à falta de endividamento ou emissão de títulos de longo prazo dentro de seu território. No entanto, a década de 1990 reverte este panorama em virtude da estabilidade de preços em países periféricos, visto que tais nações conseguiriam se endividar internamente. O *debt intolerance* está atrelado à qualidade de uma moeda nacional, a qual é determinada a partir do histórico de *default*, níveis de inflação, políticas e instituições nacionais. Apesar disso, o *debt intolerance* é insuficiente para justificar a vulnerabilidade de moedas periféricas.

É válido destacar que a assimetria monetária está intrinsecamente ligada à hierarquia das moedas em escala global. Como já retratado, o desempenho das funções básicas da moeda em âmbito internacional determina o seu grau de conversibilidade e, por conseguinte, o dólar americano detém o maior grau de conversibilidade. No entanto, as moedas de países periféricos apresentam conversibilidade mínima e, assim, não são capazes de emitir títulos de dívida externa em sua moeda - *original sin* (Prates, 2005).

Permanecendo nos efeitos do SMI, a teoria da paridade descoberta da taxa de juros (UIP) é relevante. Ela aborda que a taxa de juros de alguma economia é resultado da soma entre a taxa de juros básica da economia global, um *spread* (risco-país) e a variação cambial esperada (entre a moeda denominada no título e a moeda reserva). Carneiro (2008) avança nesta temática, adicionando um prêmio pela iliquidez à composição da taxa de juros. A taxa de juros básica é a taxa de juros dos Estados Unidos devido à centralidade do dólar no SMI. Portanto, as taxas de juros dos demais países (incluindo a de países centrais) são determinadas a partir da política monetária a ser escolhida pelo *Federal Reserve*, o Banco Central dos Estados Unidos, conforme mencionado.

O risco-país mencionado é “o prêmio adicional que deve ser pago pelo emissor do título pelos riscos que a posse do ativo significará para seu detentor” (De Conti, 2011, p.178). Ele é dividido em risco político e risco de mercado. O primeiro refere-se às possíveis mudanças nas condições legais do sistema (legislação, tributação etc.) e ao risco crédito (risco soberano de inadimplência), ao passo que o segundo tange aos riscos cambiais e alterações no patamar da taxa de juros. Além disso, os riscos soberano, cambial e de juros são avaliados e as agências de *rating*, bancos e investidores, os quais o avaliam e, a partir de um cálculo, recebem uma nota (De Conti, 2011).

Na composição da taxa de juros, há fatores exógenos (taxa de juros básica da economia mundial e prêmio pela iliquidez) e mistos (risco-país e variação cambial esperada). É relevante mencionar que a elevação da liquidez de mercado pode gerar um aumento da taxa de juros, visto que aumenta a especulação nos países periféricos. Como há componentes relacionados ao SMI, políticas econômicas não são capazes de alterá-los, embora sejam relevantes para diferenciar os países periféricos (De Conti, 2011).

A volatilidade cambial mencionada está relacionada à dinâmica instável dos fluxos de capitais e à volatilidade das expectativas (ligado com as alterações na psicologia de mercado). Além disso, a taxa de câmbio de moedas periféricas não apresenta teto de variação, pois a sua demanda por essas moedas é instável e cíclica. Consequentemente, há uma grande volatilidade das taxas de juros de tais nações. Com isso, os países periféricos apresentam desafios na condução de políticas econômicas, ou seja, a assimetria monetária gera assimetria macroeconômica. Portanto, Ocampo (2001) aborda que os países centrais, que apresentam maior autonomia de política, são *policymaking*, ao passo que os países periféricos são *policytaking*.

Como sintetizam De Conti, Biancarelli e Rossi (2013, p. 15, tradução livre):

O poder dos “fundamentos” internos – que podem, evidentemente, reforçar uma tendência já em curso ou compensar os seus efeitos – está claramente subordinado a forças mais importantes. (...) os países periféricos são muito mais vítimas do que protagonistas na dinâmica dos ciclos internacionais.

Explicitado a dinâmica da taxa de juros de países periféricos, nota-se que a taxa de juros de tais nações tende a aumentar conforme o grau de conversibilidade de sua moeda reduz, visto que os investidores a consideram menos segura. Com isso, a assimetria macroeconômica é evidenciada, pois os países periféricos apresentam uma autonomia menor de política monetária em relação a países centrais. Isto decorre do fato de que se a taxa de juros de um país periférico for menor que a de uma nação central, em um contexto de livre mobilidade de capitais, tende-se a ocorrer uma fuga de capitais (Prates, 2005).

Fritz, Prates e de Paula (2016) analisam os limites das políticas cambiais e monetárias em economias emergentes causadas pela natureza hierárquica do SMI. Na década de 1990, os países periféricos adotaram regimes de câmbio administrados, os quais foram substituídos pelos regimes de câmbio flutuante, porém intervenções das autoridades monetárias nacionais para amenizar fortes volatilidades na taxa de câmbio (*fear of floating*). Para Flessbeck (2001), essa dinâmica cambial tem rebatimentos negativos sobre o crescimento, a inflação e a fragilidade financeira dos países periféricos.

Além disso, Fritz, Prates e de Paula (2016) descrevem peculiaridades da política monetária dos países periféricos. A primeira destacada é a imperfeição dos canais de transmissão da política monetária, em que os autores destacam o forte efeito *pass-through* do câmbio para a economia - suscitando intervenções do Banco Central no mercado cambial - e a eficácia menor do canal de crédito em razão da baixa razão entre crédito privado e PIB. As demais especificidades são o fato de ela ser mais restritiva do que em países centrais para ter efeitos semelhantes sobre a demanda agregada e a maior sensibilidade a choques exógenos (maior suscetibilidade à inflação de custos). Este cenário dificulta a adoção do regime de metas de inflação, implementado em economias periféricas de forma crescente nos anos 1990, pois há a dificuldade de previsão de inflação.

Ademais, Fritz, Prates e de Paula (2016) destacam que a acumulação de reservas cambiais aliada à regulação da conta capital são fatores que auxiliam na maior estabilidade cambial, pois diminui o risco cambial e representam instrumentos para conter fortes volatilidades na taxa de câmbio para os investidores internacionais. Desta forma, há a possibilidade de reduzir a taxa de juros interna, evento ocorrido em diversos países do Leste Asiático em desenvolvimento em relação aos países da América Latina na década de 2000.

Recapitulando, o padrão pós-Bretton Woods é caracterizado pelo regime de câmbio fluante, dólar fiduciário e livre mobilidade de capitais, enquanto o sistema financeiro internacional é pautado no “dólar flexível, financeiro e fiduciário” (Prates, 2002). Todavia, os países em que havia controle sobre a taxa de câmbio e sobre fluxo de capitais tiveram maior efetividades em suas políticas macroeconômicas e políticas de crescimento. Tais nações - Chile, China, Colômbia, Índia, Malásia, Singapura e Taiwan - apresentaram maiores taxas de crescimento, PIB menos volátil, melhor desempenho fiscal e menor vulnerabilidade das contas externas na década de 1990 (Epstein, 2009).

Portanto, a estabilidade econômica de países periféricos está fortemente relacionada com os “fundos coletivos administrados pelos comitês privados de avaliação do crédito e a capacidade do Estado de orientar o comportamento e as expectativas dos agentes privados empenhados na liça da acumulação de riqueza monetária” (Belluzzo, 2016, pág. 74). Isto decorre da crescente concentração do capital de empresas e poupança das famílias alocados em fundos de pensão, mútuos e de *hedge*, ou seja, investidores institucionais.

Outrossim, a primeira dimensão da assimetria financeira tange aos fluxos de capitais dirigidos a países periféricos, pois o seu volume e sua direção são definidos por aspectos, não somente conjunturais (ciclo econômico mundial e taxa de juros das economias centrais), mas também estruturais (dinâmica financeira global). Este cenário não é recente, mas sim uma tendência histórica dos fluxos de capitais (Prates, 2005).

Por conseguinte, Baer (1995) retrata que as características dos fluxos de capitais direcionados a países periféricos são determinados pelo panorama do mercado financeiro global, em ao volume paralelo de capitais, que são influenciados pela dinâmica econômica das economias centrais. Soma-se a isso, o movimento dos capitais produtivos atuais, com forte relação à dinâmica especulativa dos investimentos diretos externos, uma vez que, dentro das operações de *hedge*, há riscos cambiais inclusos. Este cenário é perverso para países periféricos devido à volatilidade e à lógica especulativa dos fluxos de capitais, em que os agentes globais apresentam alta preferência pela liquidez (Prates, 2005).

Além disso, a assimetria financeira revela-se por meio da especificidade da inserção dos países periféricos nos fluxos financeiros globais, os quais são “seletivos em vários aspectos, selecionando não somente os países, mas também os agentes” (Prates, 2005, p. 278). Nota-se também que estes fluxos alocados em países emergentes são pequenos em comparação com os de países centrais, porém não são marginais em relação ao tamanho (estrito) de seus mercados domésticos. Este panorama favorece a maior constância de choques financeiros, em virtude do caráter instável das aplicações em nações emergentes, sendo intensificado em territórios

classificados como “sem grau de investimento” pelas agências de *rating*. Neste viés, os mercados de países periféricos são pequenos e fortemente especulativos (Prates, 2005).

Convém ressaltar que os países periféricos são parcialmente ou totalmente dolarizados, visto que há títulos com correção cambial, acarretando uma relação mais forte entre os mercados de títulos e de câmbio. Isto revela-se perverso por meio de uma desvalorização cambial, a qual impactaria no preço dos títulos e, assim, em seus detentores. Por conseguinte, a vulnerabilidade externa de países emergentes cresce, com destaque a suscetibilidade à ocorrência de crises gêmeas, pois “acentua os *feedbacks* entre fragilidade cambial e bancária, associados igualmente ao endividamento externo em moeda estrangeira” (Prates, 2005, p. 280).

Destarte, os países periféricos apresentam fluxos de capitais voláteis, os quais são fortemente influenciados pela dinâmica exógena a tais países, com destaque ao ciclo econômico mundial e a política monetária dos países de moedas fortes, os quais influenciam a psicologia dos investidores internacionais (Prates, 2005).

## 2: A LIQUIDEZ MUNDIAL NO SÉCULO XXI – UMA PERIODICIDADE

A liquidez mundial, como abordado no capítulo 1, apresenta forte relação com a política monetária dos países centrais, especialmente a dos Estados Unidos, além de determinar a direção e o volume dos fluxos de capitais para os países. Corrêa e Pereira (2016) discorrem que grande parte dos recursos direcionados aos países periféricos são voláteis, apresentando a possibilidade de reversão com base nas políticas monetárias de países centrais e os humores de mercado. Ademais, as autoras abordam que os fluxos de capitais dirigidos a países de moedas fracas estão fortemente atrelados à dinâmica da liquidez mundial e de fatores conjunturais, externos a tais países. Portanto, Corrêa e Pereira (2016, p. 116) concluem que:

Esta situação de excesso de captação de recursos, especialmente investimentos em carteira, não está relacionada à “falta de poupança”, nem muito menos a “excessos de gastos públicos” e sim à oferta de expressivos diferenciais de juros em situação de ampla abertura financeira.

Neste viés, a vulnerabilidade financeira de países de moedas fracas é consequência, em partes, da especulação dos fluxos de capitais e a evolução do cenário de finanças internacionais flexíveis. Nesse sentido, faz-se necessário abordar as inovações financeiras desde os anos 1960 (Corrêa e Pereira, 2016).

As inovações financeiras a partir da década de 1960 flexibilizaram a atividade de geração de liquidez (*position making*), a qual passou a ser feita pelo lado do passivo. Para a volatilidade dos fluxos de capitais, as principais inovações são o processo de securitização de dívidas e operações de derivativos da década de 1980 e 1990. Neste momento, a especulação foi fomentada com as engenharias financeiras relacionadas ao financiamento por meio de títulos de dívida, securitização de recebíveis e o “*shadow banking system*” (Corrêa e Pereira, 2016).

Nesta temática, na década de 1960, a introdução dos certificados de depósitos negociáveis e dos fundos de reserva federais é um marco para a flexibilização mencionada, seguida pelos *commercial papers* da década de 1970. Esta nova dinâmica fortalece com a legalização do acordo de recompra, pois “regula o contrato de venda de um título, fixando simultaneamente a data da recompra e o preço de venda” (Corrêa e Pereira, 2016, p. 124). Logo, foi observado que os empréstimos cresceram de forma superior às reservas bancárias.

Ademais, a complexidade de tais inovações aumentam com o passar dos anos e surge a dificuldade do controle da criação de moeda, visto que ela não depende dos depósitos. Ou seja, o papel dos bancos centrais de “emprestador de última instância” se fortalece. Isso foi observado nos Estados Unidos, em que o *Federal Reserve* solidificou esta função com o *credit*

*crunch* e o movimento contra os *commerical papers* na década de 1960 e 1970 (Corrêa e Pereira, 2016).

Por conseguinte, as inovações financeiras destacadas geram uma forte liquidez no mercado financeiro global, explicitando o “caráter explosivo da possibilidade de variações profundas e repentinas nos contratos de dívida” (Corrêa e Pereira, 2016, p. 127). Neste aspecto, a flexibilização do *position making* possibilitou o aumento da especulação nas posições de endividamento e a instabilidade do sistema financeiro foi fomentado a partir da evolução de dívidas (Corrêa e Pereira, 2016).

Na década de 1970, os fluxos de capitais direcionados aos países periféricos se concentravam em empréstimos bancários, relacionado com as novas engenharias financeiras (Pereira, 2015).

Nas décadas de 1980 e 1990, as principais inovações financeiras são a securitização (reciclagem de créditos e aumento do endividamento por meio de títulos) e operações com derivativos (mercados de opções e futuros, bem como operações *swaps*). Esta nova dinâmica também é marcada pela forte participação dos investidores institucionais (com destaque aos fundos de investimento e fundos de pensão), os quais se tornam grandes agentes detentores de liquidez e compradores de papéis (Corrêa e Pereira, 2016).

Portanto, enquanto, na década de 1970, os fluxos de capitais direcionados aos países periféricos se concentravam em empréstimos bancários (outros investimentos), o panorama dos anos 80 e 90 recai sobre os investimentos em carteira, que apresentam um caráter mais volátil. Este movimento foi facilitado pela abertura econômica e financeira dos países periféricos principalmente. É válido destacar que a conta outros investimentos no balanço de pagamentos continua importante, ainda mais pelas rubricas “empréstimos bancários” e “moeda e depósitos”. Estes capitais são de fácil reversão, de curto prazo e especulativos, pois buscam lucros altos e ganhos de arbitragem (Corrêa e Pereira, 2016).

O final da década de 1990 apresentou uma redução da liquidez mundial em virtude da sequência de crises em países periféricos (México em 1994, Ásia em 1997 e Rússia em 1998) e seu efeito contágio (Brasil em 1999, Turquia e Argentina em 2001). Além disso, no início dos anos 2000, os escândalos contábeis das empresas *dotcom* dos Estados Unidos e os atentados terroristas (11 de setembro de 2001) impactam fortemente na psicologia dos investidores, gerando uma redução da liquidez mundial (Souza, 2017).

Para o século XXI, é necessário entender a importância das agências de *rating*, especialmente para a determinação da crise europeia em 2011. Para Corrêa e Pereira (2016), as agências de *rating* são instituições privadas que atribuem uma “nota” para os títulos emitidos

por países periféricos. Para títulos soberanos, títulos emitidos pelo governo no mercado mundial, é utilizado o risco soberano. Estas notas influenciam o posicionamento dos agentes institucionais e são resultado de cálculos que consideram a instabilidade política, possibilidade de *default* (somente o fato de um país ter entrado em *default* já impacta negativamente), renda per capita, dívida externa, inflação, balanço fiscal, crescimento econômico e balanço externo (transações correntes sobre o PIB).

O Índice EMBI estabelece uma comparação entre os títulos soberanos dos países com o título do tesouro estadunidense. Com a mesma finalidade, o CDS (*Credit Default Swap*) também é utilizado, porém ele é um contrato financeiro que protege o comprador do título de um *default*, funcionando quase como um seguro. Paralelamente, o Índice VIX é um “indicador síntese de instabilidade”, com cálculo baseado no mercado estadunidense de opções e afeta principalmente os empréstimos via mercado de crédito e de capitais (Corrêa e Pereira, 2016).

Com a periodização, nota-se que os fluxos de capitais direcionados para países periféricos são voláteis e podem sofrer de uma forte e rápida reversão de recursos, além de instabilizar a economia interna e aumentar a sua vulnerabilidade externa. Com a crise do *subprime*, todos os países periféricos, incluindo os com crescimento econômico, apresentaram essa dinâmica (Corrêa e Pereira, 2016).

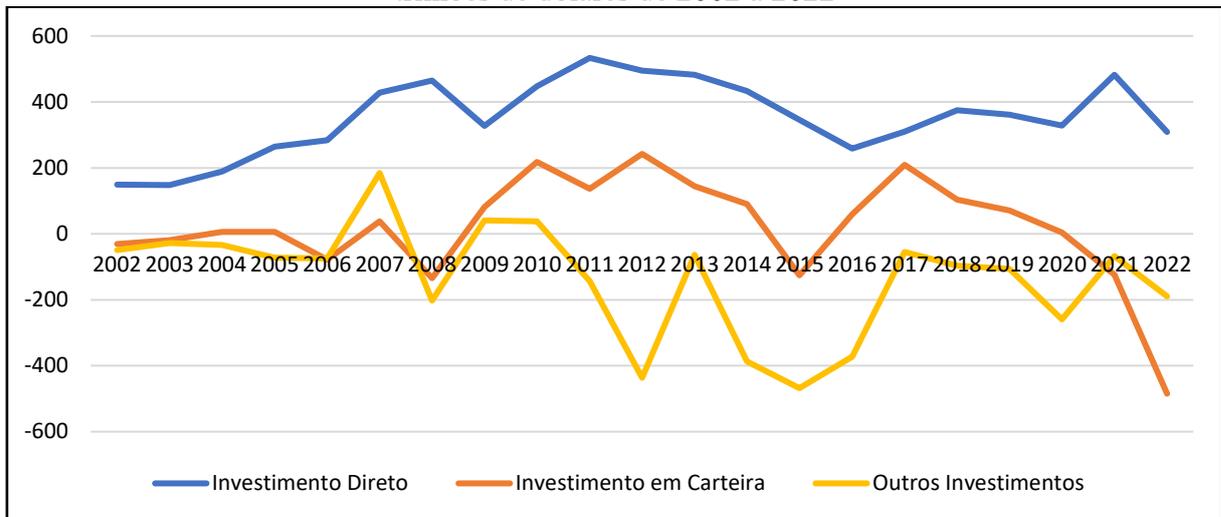
Outrossim, Corrêa e Pereira (2016, p. 131) abordam que os países periféricos atuam de forma a atrair capitais:

- (i) via mudanças de condicionantes internos, que dizem respeito ao processo de adequar internamente o país às “normas” ditadas pelas finanças globalizadas através do processo de abertura financeira, da renegociação de sua dívida externa, da redução do papel do Estado na economia, de mudanças de legislação nos mercados de capitais para que estes se tornem mais transparentes; (ii) através de uma política explícita de atração dos capitais que envolve o ajuste dos juros internos aos requerimentos exigidos, especialmente pelos capitais de curto prazo, fato que se exacerba nos momentos de fugas de capitais.

Portanto, os países periféricos apresentam, em certo grau, subordinação aos fluxos de capitais em relação, principalmente, à liquidez de mercado demandada, a qual é passível de mudanças mais rápidas. Convém mencionar que, dentro dos ciclos de liquidez, há os “surto de recursos”, em que os níveis de fluxos de capitais dirigidos a países periféricos são maiores em volume e superiores à tendência (Corrêa e Pereira, 2016).

Nota-se, no gráfico a seguir, que o volume e o movimento dos capitais dirigidos a economias emergentes e em desenvolvimento coincidem com os ciclos mundiais de liquidez, com forte relação com a política monetária de países centrais (especialmente os Estados Unidos) e eventos globais, como será detalhado nas seções deste capítulo.

Gráfico 1 - Total da conta financeira de economias emergentes e em desenvolvimento em trilhões de dólares de 2002 a 2022



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

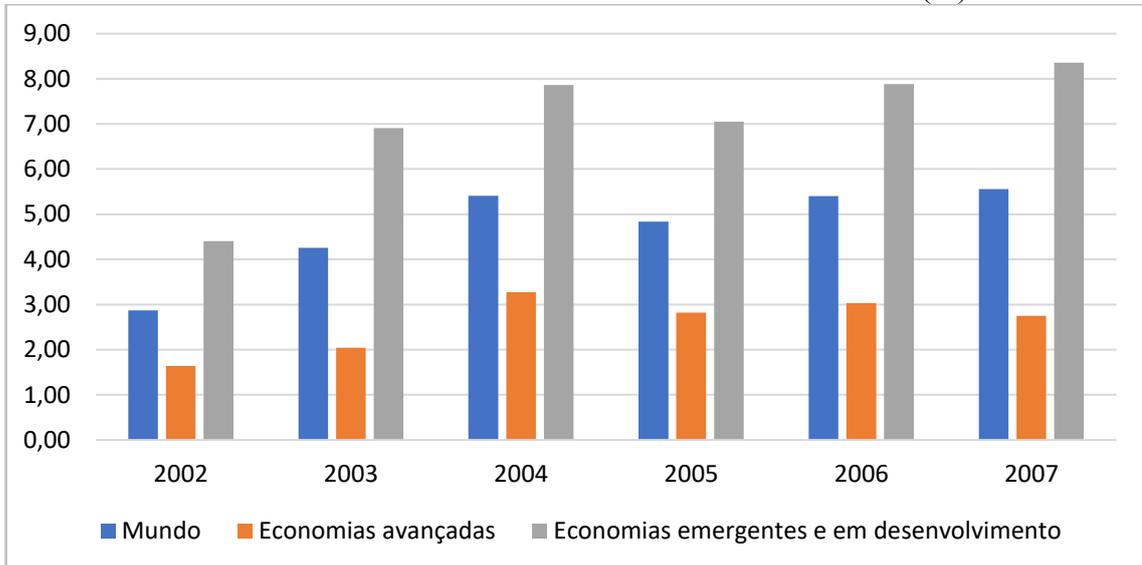
Nota: Os saldos dos derivativos são zero na base de dados e, por isso, não estão incluídos no gráfico. As economias emergentes e em desenvolvimento englobam 155 países (Ásia emergente e em desenvolvimento, Europa emergente e em desenvolvimento, América Latina e Caribe, Oriente Médio e Ásia Central, bem como África Subsaariana).

Para melhor entendimento dos fluxos de capitais, é necessário analisar os ciclos de liquidez mundial. Desta forma, a periodicidade proposta pelo estudo de Corrêa e Pereira (2016) é utilizada para este fim juntamente a relatórios do FMI (Fundo Monetário Internacional) e da UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*).

## 2.1: 2002 a 2007

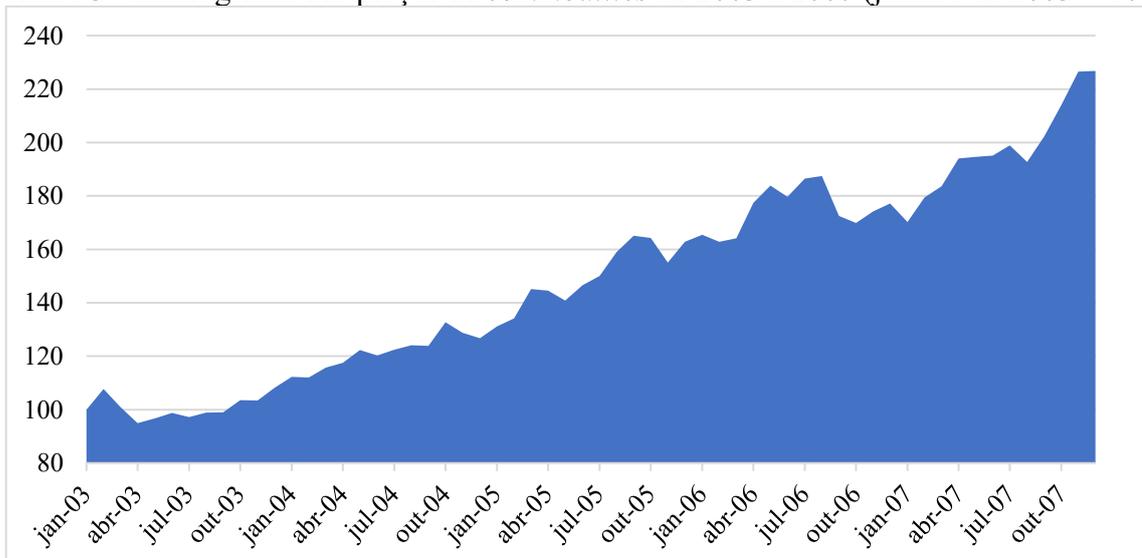
O período de 2002 a 2007 é marcado pela forte liquidez mundial, em que se observa uma redução do Índice VIX e da taxa de juros norte-americana. Esta dinâmica fomenta a retomada de fluxos de capitais direcionados aos países periféricos, os quais se beneficiavam do aumento do preço das *commodities* em razão da elevação de sua demanda (Corrêa e Pereira, 2016).

Gráfico 2 - Taxas de crescimento do PIB de 2002 a 2007 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

Após uma série de crises em países emergentes (iniciada em 1995 no México) e o ataque às Torres Gêmeas, os índices de crescimento do Produto Interno Bruto são importantes também na determinação dos fluxos de capitais mundiais.

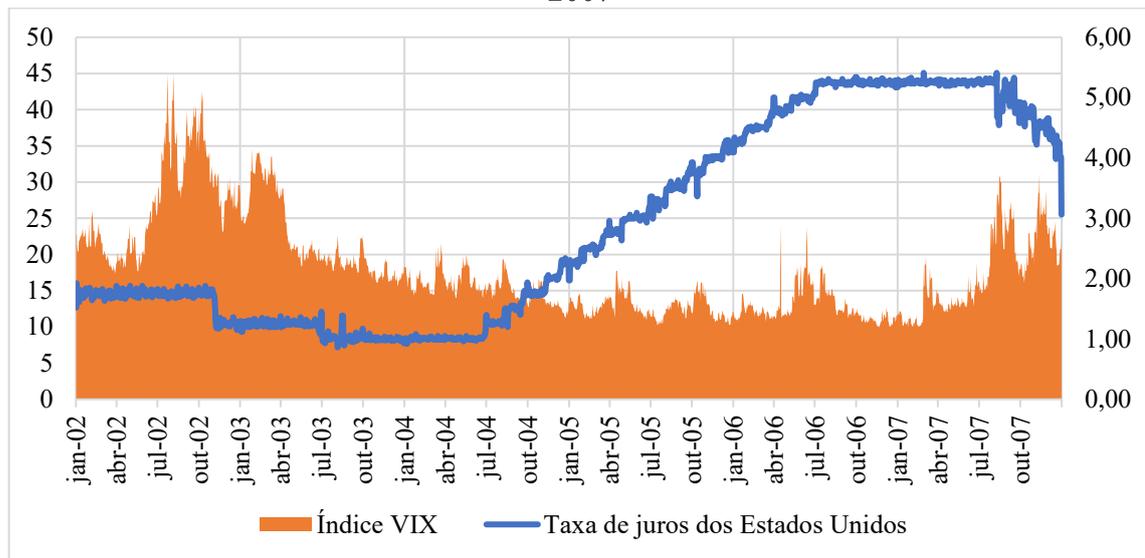
Gráfico 3 - Index global dos preços de *commodities* de 2003 a 2007 (janeiro de 2003 = 100)

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

Nota: A série histórica começa em janeiro de 2003.

O movimento das *commodities* aumentou a liquidez mundial no período devido às operações em mercados futuros, elevando os seus preços. A expansão desses recursos atingiu a Ásia e a Europa em 2002, chegando na América Latina em 2006 (Corrêa e Pereira, 2016).

Gráfico 4 - Índice VIX (à esquerda) e taxa de juros dos Estados Unidos (à direita) de 2002 a 2007



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

Nota: A taxa de juros dos Estados Unidos refere-se a *Federal Funds Effective Rate*.

No que pese à taxa de juros dos Estados Unidos, o seu comportamento de redução foi alterado em 2004, porém o seu ritmo de crescimento foi em patamares inferiores aos ofertados pelos títulos de dívida de países periféricos. Este cenário fomenta o movimento de busca por rendimentos dos agentes econômicos, com destaque para a alocação de recursos em investimentos em carteira, com viés de curto prazo. Em 2006, a taxa de juros para de crescer e há um aumento de tais fluxos de recursos (Corrêa e Pereira, 2016). Neste viés, é notório que este período não foi homogêneo, pois há momentos de entrada de recursos e reversões em países periféricos (Pereira, 2010).

A expansão de recursos é acompanhada com um crescimento do crédito, da emissão de títulos de dívida e de operações com derivativos, ou seja, crescimento da especulação (Corrêa e Pereira, 2016). No período, nota-se o rápido e forte aumento do crédito disponível para os americanos, que, de acordo com os dados do *FED*, foi de cerca de 60% a 70% entre 2000 e o final de 2007. Além disso, o seu impacto para os países periféricos concentra-se na apreciação de suas taxas de câmbio e no seu crescimento econômico, com forte destaque para a China (Souza, 2017).

Desta forma, o período de 2002 a 2007 é marcado pela diminuição dos empréstimos bancários (em relação a década de 1990) e maior lançamento de títulos de dívida externa (Munhoz e Corrêa, 2009). Ademais, os investimentos em carteira ganham forte destaque, semelhante aos investimentos diretos (Souza, 2017).

## **2.2: 2008 ao primeiro semestre de 2009**

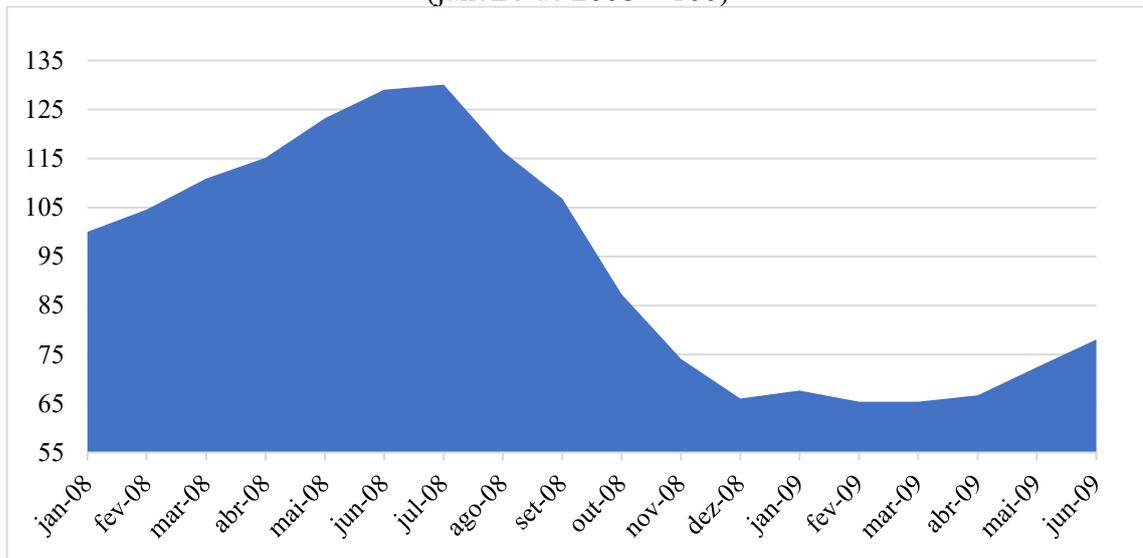
A deflagração da crise do *subprime* no final de 2008 finaliza o ciclo de forte liquidez mundial, substituindo-o por um ciclo com retração de capitais marcado pelo movimento de fuga para a qualidade com saída expressiva de recursos dos países periféricos. A crise tem seu cerne na grande expansão do crédito, relacionado às operações de securitização, pois resultou na inadimplência e na desvalorização de “ativos associados com hipotecas de alto risco” - *subprime*. Neste sentido, Baptista (2018, p. 27) aborda que este desequilíbrio progrediu de “uma crise de crédito local para uma crise financeira e bancária global”.

No último trimestre de 2008, observa-se também uma diminuição na liquidez devido à intensificação da crise (Corrêa e Pereira, 2016). Portanto, o ambiente é de alta instabilidade e aumento da aversão ao risco por parte dos agentes (Souza e Corrêa, 2022).

Este período explicita a rápida reversão de capitais dos países periféricos, seu caráter volátil e fortemente relacionado a fatores exógenos, visto que eles apresentavam indicadores macroeconômicos internos de boa qualidade (a exemplo do crescimento econômico). Logo, é evidente que a fuga para a qualidade (para moedas fortes) apresenta um peso maior do que as características domésticas dos países (Corrêa e Pereira, 2016). Este panorama gera uma forte volatilidade cambial em países como o Brasil, a Coreia do Sul e o México (Prates e Cunha, 2013).

Neste interregno, nota-se uma diminuição generalizada do comércio internacional, dos fluxos de capitais e do crescimento econômico de vários países, com destaque para a Europa.

Gráfico 5 - Index global dos preços de *commodities* de janeiro de 2008 a junho de 2009 (janeiro de 2008 = 100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

Outrossim, há uma redução no preço de *commodities*, acarretando um dinamismo menor do comércio mundial, uma lenta recuperação das principais economias mundiais e crescimento menor da China (Souza e Corrêa, 2022).

### 2.3: Segundo semestre de 2009 ao primeiro semestre de 2011

Este novo ciclo de liquidez ocorre em virtude de uma política monetária expansionista dos Estados Unidos, diminuindo a taxa de juros e aumentando a liquidez de sua economia. O retorno do “apetite pelo risco” também foi possibilitado pela redução da taxa de juros dos países europeus, no entanto, a liquidez deste período é menor do que o ciclo de 2002 a 2007 (Corrêa e Souza, 2016). Convém ressaltar que o movimento para países periféricos tem como objetivo a valorização dos capitais alocados, visto que suas taxas de juros eram mais elevadas em relação aos países centrais (Souza e Corrêa, 2022).

Os programas estadunidenses de *Quantitative Easings (QEs)* são um dos motivos para o movimento de busca por rendimentos. Com o objetivo de mitigar os efeitos da crise sobre o nível de emprego e de atividade econômica, a aquisição de ativos pelo *Federal Reserve* simbolizou uma forte injeção de liquidez no sistema, assim como a redução da taxa de juros (Souza, 2017). Os principais ativos comprados pelo *FED* referem-se aos *Treasuries*, títulos de dívida de agências e *MBS (Mortgage-Backed Securities)*, representando cerca de US\$1,75 trilhão em dezembro de 2009 (Mattos, 2015).

Além disso, a retomada desses recursos apresenta alto volume de investimentos em carteira em comparação com fluxos bancários, visto que os bancos mundiais presenciaram um ajuste devido à crise. Desta forma, os investidores institucionais adquiriram mais papéis. Na África do Sul, Brasil, Coreia do Sul, Indonésia e Tailândia, os investimentos em portfólio foram direcionados, majoritariamente, para mercados locais, ou seja, na moeda doméstica do país (Corrêa e Pereira, 2016).

#### **2.4: Segundo semestre de 2011 a 2012**

O movimento de busca por rendimentos do período anterior cessa com a deterioração da economia global, intrinsecamente relacionada com o espraiamento da crise do *subprime* na Zona do Euro. A problematização nos bancos europeus está atrelada a sua exposição à dívida dos países periféricos, especialmente os europeus, como a Grécia, Portugal, Irlanda, Itália e Espanha (Pereira, 2015).

Em 2010, os países periféricos da Zona do Euro foram atingidos pela crise do *subprime*, com destaque para Grécia, Irlanda e Portugal, além de enfrentarem o aumento dos custos com o financiamento de sua dívida pública e de captação bancária. Como consequência, instalou-se uma crise de confiança na região, abarcando também a Espanha e a Itália. Convém destacar que há apenas um banco central para todos os países que adotaram o euro como moeda, o Banco Central Europeu (BCE), o qual foi lento para reduzir a taxa de juros, ao contrário do *FED*, do Banco Central Japonês e Inglês (De Freitas, 2011).

Para entender a crise na Europa, é necessário saber que, antes da crise de 2008, a diferença dos rendimentos dos títulos alemães e de países periféricos da Zona do Euro era baixa, porque todas as emissões soberanas eram classificadas pelas agências de *rating* como de baixo risco. No entanto, após a Islândia declarar *default* em 2008, a *S&P (Standard & Poor's)* rebaixou a nota de risco da Grécia, da Espanha, de Portugal e da Irlanda entre janeiro e março de 2009. Ademais, a Grécia foi alvo, no final de 2009, de desconfianças em virtude da crise da dívida soberana de Dubai e da alta dívida soberana grega, pois os agentes temiam outro *default* (De Freitas, 2011).

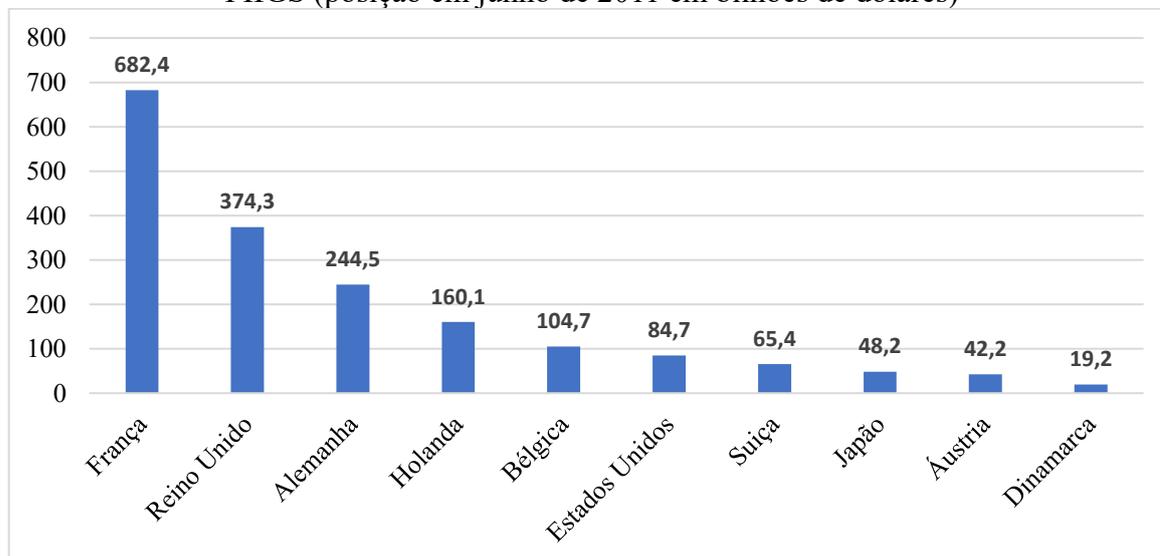
Desta forma, as agências de *rating S&P, Moody e Fitch* reduziram as notas dos títulos soberanos da Grécia, a qual apresentava dificuldades para o manejo de sua dívida, superior a 110% de seu PIB. A partir disso, inicia-se um efeito contágio dentro da Zona do Euro, especialmente na Irlanda, Portugal e Espanha. Esta instabilidade é tonificada com a classificação de *Junk Bond* (título especulativo e com risco de o país não pagar sua dívida por

completo) do título soberano grego pela *S&P* em abril de 2010. Houve também, no período, o rebaixamento do *rating* de Portugal e da Espanha. Neste momento, o BCE injetou liquidez no sistema com a compra em mercado secundário de títulos de dívida de tais países. Neste viés, destaca-se o papel fundamental das agências de *rating* no fortalecimento da crise na Zona do Euro (De Freitas, 2011).

Em 2011, a crise aprofundou e engloba a Espanha e a Itália pelo efeito contágio. A aquisição dos títulos soberanos do BCE saltou de 60,3 bilhões de euros em 2010 (maio a dezembro) para 143,2 bilhões de euros de agosto a novembro de 2011 (De Freitas, 2011).

Com o crescimento econômico tímido e alto desemprego, a crise alastrou-se/intensificou-se para os chamados PIIGS (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha) principalmente em 2011. Tais países enfrentaram diversos rebaixamentos de *ratings* de seus títulos soberanos, mesmo com cada um implementando medidas austeras. Ressalta-se que a crise nesses países traz à tona a exposição de bancos de países ao redor do mundo às dívidas dos PIIGS (De Freitas, 2011).

Gráfico 6 - Exposição dos bancos dos países selecionados a dívidas, privada e pública, dos PIIGS (posição em junho de 2011 em bilhões de dólares)



Fonte: De Freitas (2011).

Desta forma, é observado que os países desenvolvidos da Zona do Euro são sensíveis às variações observadas nos países mais afetados (De Freitas, 2011).

Em um contexto mais geral, o período foi marcado pelo movimento de fuga para a qualidade, com reversão dos recursos direcionados a países periféricos (Pereira, 2015).

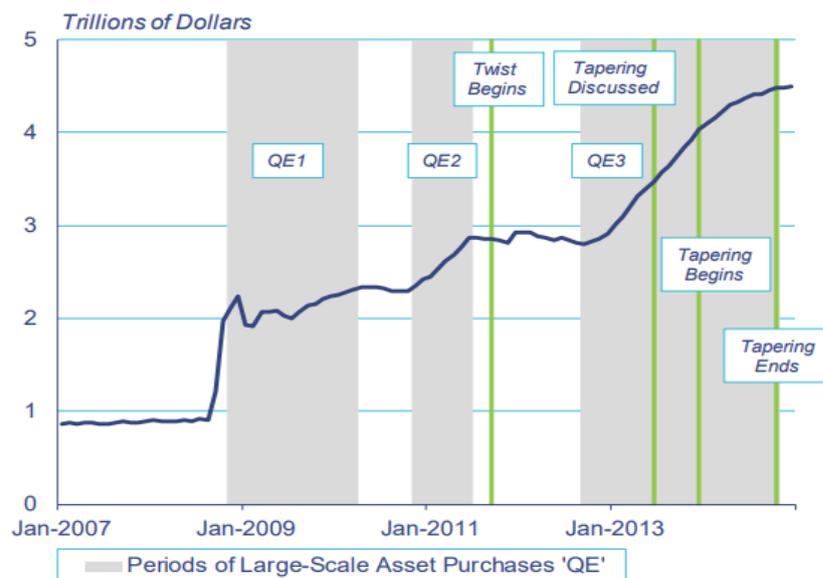
## 2.5: 2013 a 2019

Em 2013, as iniciativas de retorno da liquidez dos principais bancos centrais, incluindo o europeu, resultaram em uma melhora nos balanços dos bancos europeus. Logo, os fluxos de capitais dirigem-se para os países periféricos, principalmente na forma de investimentos em carteira (Corrêa e Pereira, 2016). Apesar disso, Souza (2017) discorre que o volume de tais capitais é menor (com destaque para o investimento direto) e os recursos são dirigidos em maior quantidade para a Ásia em comparação com a América Latina.

Mattos (2015) aborda que, em maio de 2013, houve um aumento significativo nas taxas de juros dos títulos do tesouro norte-americano de 10 anos devido às expectativas de término do Terceiro *QE*, evento cognominado de *Taper Tandrums*. No entanto, somente em dezembro de 2013 que o *FED* anunciou que reduziria as compras do *QE* (*Tapering*), finalizando em outubro de 2014.

Com o fim dos planos de *QE*, nota-se que o *FED* desempenhou um papel relevante para a liquidez mundial, visto que a base monetária pulou de US\$837 bilhões em 2007 para US\$4 trilhões em 2015 (Mattos, 2015). Convém ressaltar que a atuação do *FED* foi doméstica, porém com impactos ao redor do mundo, especialmente na determinação dos fluxos de capitais para os países periféricos.

Gráfico 7 - Ativos do *FED* em trilhões de dólares de 2007 a 2015



Fonte: *Federal Reserve Board* citado por *Federal Reserve Bank of Boston* (2015).

Portanto, é evidente que parte significativa dos fluxos de capitais direcionados a países periféricos apresentam natureza conjuntural, alta volatilidade e caráter expectacional, visto que

a taxa de juros estadunidense reduziu em 2015, porém a reversão de fluxos ocorreu antes (Souza e Corrêa, 2022). Ademais, o ano de 2013 foi marcado pela redução do crescimento econômico global e do comércio mundial acompanhados de uma forte volatilidade dos mercados financeiros e fragilidade dos países periféricos (Souza e Corrêa, 2022).

Ademais, ocorre, em 2015, o crash do mercado de ações na China, o qual perdeu cerca de 30% de seu valor em um período menor que dois meses. Entre 2016 e 2017, o FMI, por meio do *Global Financial Stability Report*, aborda que é um período com uma tímida melhora da liquidez, porém com recuperações lentas dos países da Zona do Euro e dos Estados Unidos (o ano de 2016 foi o seu menor crescimento na década de 2010). Em 2017, há uma preocupação com o crescimento dos países emergentes, o que instabiliza também os indicadores de riscos globais.

Embora tenha ocorrido uma melhora da economia global em 2017, os anos de 2018 e 2019 foram repletos de notícias, a exemplo da incerteza em relação ao *Brexit* (saída do Reino Unido da União Europeia) e a disputa comercial entre os Estados Unidos e a China. Neste sentido, ocorre uma apreciação do dólar, aumento das taxas de juros estadunidenses, queda dos preços das *commodities* (FMI, 2020).

Para corroborar o cenário de heterogeneidade da liquidez e seu viés de redução de volume em comparação com o forte ciclo de liquidez mundial anterior, a guerra comercial entre os Estados Unidos e a China no final da década de 2010 fomenta a incerteza nos mercados financeiros e uma desaceleração do comércio internacional (FMI, 2020).

Este panorama conturbado contribui para a recuperação econômica lenta para diversos países, sejam eles centrais ou periféricos, assim como para a volatilidade presente nos fluxos de capitais. Com um olhar direcionado aos países periféricos, nota-se o forte impacto da valorização do dólar (*Taper Tandrums* e aumento da taxa de juros norte-americana) e da diminuição dos preços de *commodities* em suas economias (UNCTAD, 2017).

## **2.6: 2020 a 2021**

A liquidez mundial entre 2020 e 2021 foi fortemente impactada pelos efeitos sociais, políticos e econômicos da pandemia da *Covid-19*. Em 2020, os impactos dos *lockdowns* ao redor do mundo recaíram, principalmente, na produção de bens, fazendo com que o PIB mundial apresentasse redução de 3,1% e problemas nas cadeias globais de valor. O FMI aborda, no *Global Financial Stability Report* de 2020, que houve um movimento de fuga para qualidade

dos fluxos de capitais devido à incerteza pandêmica acompanhado por um aumento do Índice VIX.

É necessário destacar que, embora tenha ocorrido reversão dos investimentos de portfólio, os bancos centrais, ao redor do mundo, implementaram políticas monetárias mais frouxas - com destaque à redução da taxa de juros estadunidense - e aumentaram a liquidez no sistema bancário. Ademais, os governos instituíram políticas fiscais expansionistas também para conter os efeitos nefastos da pandemia no ambiente socioeconômico. Desta forma, o acesso ao crédito foi facilitado e ampliado.

Já em 2021, a retração na economia mundial é substituída por uma recuperação inicial (crescimento de 6,1%), puxada pelos países emergentes, os quais cresceram 6,8% frente a 4,5% das economias avançadas. Nota-se também que o comércio mundial apresentou aumento em seu volume. Além disso, o preço do petróleo apresentou uma tendência de crescimento depois de uma queda superior a 25% em 2020. No entanto, a vulnerabilidade da economia chinesa e o aumento da inflação incitam a crescente preocupação com o ritmo econômico pós-pandemia (FMI, 2022).

## **2.7: 2022 (pós-Covid)**

O cenário pós-pandêmico permaneceu com incertezas econômicas. O retorno de políticas monetárias restritivas ocorre em virtude das pressões inflacionárias ao redor do mundo, com destaque, por ser a moeda-chave do SMI, aos Estados Unidos. Além disso, a desaceleração do crescimento econômico da China impacta em três vias: nas economias asiáticas, nos países exportadores de *commodities* e no aumento das disrupções nas cadeias globais de valor (FMI, 2022).

Convém ressaltar também os efeitos da guerra entre a Ucrânia e a Rússia, com um olhar aproximado para os efeitos sobre os preços das *commodities*. Devido à importância desses países em produtos como petróleo, gás natural, metais e grãos, percebe-se um aumento na cotação desses bens em nível internacional. Ademais, os fluxos de capitais foram impactados, visto que, com a elevação da incerteza, os agentes preferem ativos mais seguros (FMI, 2022).

Desta forma, o processo de *Quantitative Tightening* dos Estados Unidos, a possibilidade de novas ondas de *Covid-19*, a guerra na Ucrânia e o aperto monetário realizado por diversos países acarretam a deterioração dos fluxos de capitais e aumentam a volatilidade no mercado financeiro.

### 3: DINÂMICA DOS FLUXOS DE CAPITAIS PARA A COREIA DO SUL

Durante a segunda metade do século XX, a Coreia do Sul se destacou pelo seu forte crescimento com o *driver* exportador na presença de controle de capitais e restrição à importação (Park, 2011). Neste viés, a entrada de capitais estava intrinsecamente relacionada à expansão das exportações, com destaque para as manufaturas (FMI, 2020). Nesta temática, convém mencionar que o regime cambial do país é o câmbio flutuante, em que o *Bank of Korea* realiza intervenções com o fito de amenizar volatilidades no mercado de câmbio.

A Coreia do Sul enfrentou saída de capitais desestabilizadores durante momentos de maior risco global, com forte destaque para a CFA<sup>4</sup> e a CFG<sup>5</sup>. No entanto, esse cenário alterou-se ao longo da década de 2010, como um declínio em 2015 com fluxos de capitais líquidos. Desta forma, a sensibilidade ao risco reduziu-se e o país recebe capitais do tipo *safe-haven*<sup>6</sup> em seu mercado de títulos (FMI, 2019).

Além disso, a Coreia do Sul vivenciou momentos de entrada (*inflows*) e saída (*outflows*) de recursos, bem como surtos (*surges*) e repentinas paradas (*sudden stops*). O país também possui uma das maiores reservas internacionais entre os países do globo e adotou medidas macroprudenciais objetivando a estabilidade financeira (FMI, 2020; BoK, 2023).

É necessário destacar que a conta capital e financeira da Coreia é considerada amplamente liberalizada, processo iniciado de forma gradual na década de 1990 (FMI, 2020). Entre 1994 e 1996, os empréstimos de curto prazo ganharam forte destaque, um dos pilares para a Crise Asiática de 1997 atingir a Coreia do Sul. Com a crise, houve uma reversão rápida de recursos e as reservas internacionais, a depreciação cambial e a elevação da taxa de juros foram incapazes de alterar o panorama de fortes *outflows* (FMI, 2020). Frente a isso, a Coreia adotou um regime de câmbio flutuante em 1997 e regime de metas de inflação no ano seguinte como uma resposta à crise (Kihwan, 2006).

O capítulo inicia-se com uma rápida descrição da Crise Asiática de 1997, que está relacionada com o balanço de pagamentos sul-coreano, alvo de análise. Ademais, ele é dividido em seções a fim de demonstrar a metodologia utilizada (3.2), as características do balanço de pagamentos do país (3.3) e analisar com maior profundidade o primeiro e o segundo nível de abertura da conta financeira da Coreia do Sul (3.4 a 3.7).

---

<sup>4</sup>Crise Financeira Asiática de 1997.

<sup>5</sup>Crise Financeira Global de 2008.

<sup>6</sup>Um ativo *safe-haven* apresenta a característica de manter ou aumentar o seu valor durante momentos de incerteza.

### 3.1: Crise Asiática de 1997 e crise financeira global de 2008, e seus impactos na Coreia do Sul

No início da década de 1990, a Coreia do Sul apresentou uma crescente deterioração em transações correntes devido à apreciação cambial, pressões inflacionárias e a recessão mundial. Frente a isso, o governo do país estimulou a entrada de capitais aliada ao processo de liberalização financeira. Este panorama gerou uma forte entrada de capitais (Kihwan, 2006). É válido mencionar que este período foi marcado por um ciclo de liquidez abundante, visto que as taxas de juros estadunidenses foram reduzidas pelos *FED*, fomentando a ida de capitais para países periféricos (Tavares e Melin, 1997). Aliado a isso, as reformas feitas para acelerar o processo de liberalização financeira promoveram uma maior vulnerabilidade do país frente a choques externos (Ang, 2009).

Além disso, o Estado Sul-Coreano priorizou liberalizar a entrada de capitais de curto prazo, facilitando para as firmas pegarem recursos externos de curto prazo para financiar seus investimentos de médio e longo prazo. Portanto, houve *currency mismatches*<sup>7</sup> e *maturity mismatches*<sup>8</sup>, bem como um aumento expressivo da dívida externa das empresas coreanas, especialmente o setor bancário, cuja dívida externa de curto prazo era maior do que 50% do que as dívidas de médio e longo prazo (Kihwan, 2006).

Na década de 1990, houve também a forte expansão de *merchant banks* (quintuplicaram de 1994 a 1996), os quais eram de *chaebols*<sup>9</sup> e utilizados para financiar seus projetos. É válido ressaltar que estes bancos captavam recursos do mercado asiático (com destaque aos fundos japoneses de Hong Kong). Frente a isso, os *commercial banks* pegavam empréstimos externos também de curto prazo para competir com os *merchant banks*. Esta competição tonificou o *double mismatch* coreano (*currency mismatch* e *maturity mismatch*) no balanço das empresas, cerca de 80% dos empréstimos externos de curto prazo foram destinados a 70% do total de projetos de longo prazo. Desta forma, estava posto a fragilidade deste sistema: enquanto as reservas internacionais eram inferiores a US\$10 bilhões, o total da dívida externa de curto prazo era superior a US\$60 bilhões (grande *double mismatch* da economia sul-coreana) (Kihwan, 2006).

---

<sup>7</sup>Descasamento de moedas, ou seja, os riscos da denominação de ativos e passivos em moedas diferentes.

<sup>8</sup>Descasamento de vencimentos, ou seja, os ativos e os passivos apresentam prazos diferentes, implicando em vencimentos diferentes de, por exemplo, pagamento.

<sup>9</sup>Famílias donas de grandes conglomerados na Coreia do Sul.

No entanto, a Coreia do Sul apresentava bons e saudáveis indicadores econômicos, com crescimento médio anual acima de 7% e inflação controlada em um nível sustentável de 1994 a 1997. Diante disso, o próprio FMI defendia que o país não sofreria grandes impactos da Crise Asiática. Todavia, foi justamente o contrário que ocorreu (FMI/IEO, 2003).

Kihwan (2006) aborda três motivos para a CFA atingir a Coreia do Sul com forte impacto. O primeiro recai na condução da política monetária dos Estados Unidos, ou seja, a trajetória do dólar americano. De acordo com Tavares e Melin (1997), a Ásia, como um geral, foi beneficiado pelo afrouxamento da política monetária dos Estados Unidos de 1989 a 1994, a qual gerou uma desvalorização do dólar frente a outras moedas centrais (com destaque ao marco alemão e ao iene) e incentivou a entrada de recursos em países periféricos. Além disso, as baixas taxas de juros dos Estados Unidos fomentaram a captação de empréstimos em dólares pelos investidores asiáticos.

Entretanto, com a mudança de política monetária para restritiva iniciada em 1994, houve uma desvalorização do yen japonês, gerando um aumento da competitividade das exportações japonesas, visto que a desvalorização do won coreano foi menor. Isto foi problemático devido à semelhança da pauta exportadora dos dois países e intensificou o déficit de transações correntes da Coreia do Sul. Ademais, a redução dos lucros com as exportações gerou problemas financeiros em importantes conglomerados no país e o aumento de *non-performing loans* (FMI/IEO, 2003).

Este cenário levou a Coreia a adotar o regime de câmbio flutuante em 1997. Outro impacto importante foi a redução do fluxo de capitais em investimentos diretos, os quais direcionaram para o Japão. Outrossim, o Japão impediu a rolagem dos empréstimos nacionais e internacionais, os quais muitas empresas coreanas tomaram. Portanto, houve uma pressão cambial no sentido de desvalorização sobre o won coreano (FMI/IEO, 2003).

O segundo motivo refere-se ao cenário interno do país. Em 1997, diversos conglomerados e empresas relevantes apresentaram problemas financeiros. O primeiro foi o *Hanbo Group*, que esperava ajuda estatal por ser um conglomerado relevante e que o governo “*would not dare to allow a big horse die*”. Todavia, não havia recursos públicos para ajudar esse *chaebol* e, assim, iniciou-se um processo de falência do conglomerado, a qual foi sucedida pela falência de outros conglomerados, como a *Sammi* e a *Jinro* (Kihwan, 2006).

O terceiro fator foi uma mistura do panorama doméstico com o mundial, atrelado à Crise Asiática. O efeito contágio sobre Hong Kong foi relevante para a Coreia, visto que os credores internacionais recusaram a conceder empréstimos às firmas coreanas e, assim, o governo utilizou suas reservas internacionais na forma de auxílio para tais empresas honrarem com seus

compromissos de curto prazo denominados em moeda estrangeira. Desta forma, as reservas internacionais coreanas apresentaram forte redução (Kihwan, 2006).

Neste viés, Kihwan (2016, p.10) disserta que:

*The crisis in Korea was not a traditional balance of payment crisis due to excessive external debt. It was truly a liquidity crisis due to serious mismatches in maturity, in currency, and in the capital structure in the balance sheets of the financial and non-financial sectors of the economy. Since the crisis was a liquidity crisis, a rapid infusion of hard currency reserves was critical more than anything else.*

Além disso, a crise de 1997 acarretou diversas mudanças no sistema econômico sul-coreano. Aqui destaca-se as principais alterações que incidiram sobre o balanço de pagamentos: i) regime de câmbio flutuante; ii) eliminação das restrições sobre fusão e aquisição por estrangeiros; iii) ampla liberalização do investimento estrangeiro, seja ele direto ou em carteira (FMI/IEO, 2003).

Por sua vez, a crise de 2008 apresenta o seu cerne sobre o não pagamento de hipotecas *subprime* e desencadeou uma forte crise mundial com diversas falências de instituições financeiras mundiais. Desta forma, houve uma fuga para a qualidade e uma busca por ativos seguros e líquidos, afetando os países emergentes. Na Coreia do Sul, os efeitos da crise recaem sobre a taxa de juros, depreciação cambial e um aprofundamento do *credit crunch* (Kim, 2014).

De forma semelhante à CFA, houve uma desvalorização do won sul-coreano. De forma breve (pois essa temática será abordada nas próximas seções), o aumento da taxa de câmbio da Coreia do Sul acarretou grandes perdas financeiras nas empresas que tinham contratos de derivativos cambiais, a exemplo das operações *KIKO* (*knock-in, knock out*) por empresas exportadoras. Além disso, a CFG gerou um aumento substancial no risco, como será visto nos gráficos do Índice VIX.

Em virtude disso, ocorre uma forte saída de capitais na forma de investimento em carteira por parte dos estrangeiros para ativos mais líquidos, como os títulos do tesouro norte-americano, em um movimento de fuga para a qualidade. Além disso, há uma redução dos empréstimos internacionais, exercendo uma pressão sobre a subconta Outros Investimentos da Conta Financeira (CF), sendo intensificada pela forte diminuição do crédito em 2008. Nesse prisma, a CFG impactou rapidamente e diretamente em contas do balanço de pagamentos da Coreia do Sul.

Frente a isso, o governo sul-coreano implementou diversas medidas para mitigar os efeitos perversos da CFG. As principais foram: plano de estímulo fiscal (redução de impostos e de gastos estatais), injeção de liquidez no sistema bancário, compra de bônus nacionais de bancos domésticos, aumento dos limites de linhas de financiamento para empresas prejudicadas com contratos de derivativos cambiais – principalmente exportadoras (Barbosa, C.; G., 2014).

Com a crise ocorrendo, houve uma forte saída de capitais na forma de outros investimentos devido ao pagamento de empréstimos externos (Kim, 2014). Este fato será abordado nas seções seguintes com a análise de cada subconta da CF.

Assim como em 1997, a CFG de 2008 explicitou a suscetibilidade a choques externos da economia sul-coreana (Kim, 2014). As duas crises explicitam o potencial de vulnerabilidade externa da Coreia do Sul, cuja moeda, won sul-coreano, não é conversível em escala internacional.

Não se detalha com profundidade a CFG, pois a crise asiática impacta mais diretamente sobre o balanço de pagamentos da Coreia do Sul. A importância de abordar a CFA recai sobre o fato de que, ao pegar um empréstimo com o FMI, a Coreia do Sul intensificou o processo de liberalização financeira, com destaque ao seu BP. Neste viés, os seus desdobramentos influenciam a análise da CF sul-coreana e estão intrinsecamente relacionados com o impacto da CFG na economia do país.

### **3.2: Metodologia**

O balanço de pagamentos representa o fluxo de transações econômicas de residentes de um país com não residentes em um determinado período de tempo, o qual pode ser feito via moeda ou não (FMI, 2009). As principais contas são: Conta Corrente (Bens e Serviços, Renda Primária e Renda Secundária), Conta Capital, Conta Financeira e Erros e Omissões. Para este trabalho, o enfoque é sobre a Conta Financeira, cuja análise do seu primeiro nível de abertura será para as contas Investimento Direto, Investimento Em Carteira, Outros Investimentos e Derivativos. O segundo nível de abertura refere-se à divisão de tais contas em ativos (residentes) e passivos (não residentes).

A conta de Investimento Direto, teoricamente, é de caráter menos volátil e mais duradouro. No balanço de pagamentos, ele representa investimentos que possuem algum tipo de controle ou forte influência na gestão de uma empresa em outro país. Desta forma, surge a possibilidade de controle/influência ocorrer por duas vias: ID imediato (aquisição de, no mínimo, de 10% das ações ordinárias<sup>10</sup> de uma empresa por parte do investidor) ou ID indireto (o investidor compra ações em uma empresa e ela possui direito de voto – superior a 10% - em outra firma). Além disso, as subsidiárias, empresas associadas (investidor possui influência, mas não o controle), empresas parceiras (sob a jurisdição do mesmo investidor), empresas

---

<sup>10</sup> Ações com direito de voto.

afiliadas, empréstimos intercompanhias, fundos *pass-through*<sup>11</sup> encaixam também como Investimento Direto (FMI, 2009).

Ademais, a conta de Investimento em Carteira simboliza a compra e a venda de títulos de renda fixa e ações de forma geral e, por poderem ser negociadas em mercado secundário, são mais voláteis. Já os Derivativos englobam fluxos financeiros tangentes à liquidação de haveres e obrigações derivadas de operações de swap, mercado de opções, mercados futuros e prêmios de opções, entre outros. Os seus contratos são instrumentos financeiros conectados com outro instrumento financeiro, a exemplo de um indicador de *commodities*, e há a possibilidade de negociação dos riscos envolvidos na operação (como risco de crédito) nos mercados financeiros (FMI, 2009).

Por sua vez, Outros Investimentos são definidos como uma subconta residual, correspondendo às transações não enquadradas nas subcontas mencionadas. Neste viés, as suas principais rubricas são: moeda e depósitos, outros ativos e passivos, empréstimos e financiamentos, créditos comerciais, direitos especiais de saque etc. (FMI, 2009).

É necessário destacar que o balanço de pagamentos da Coreia do Sul está de acordo com as exigências do manual BPM6 do FMI. Nesta forma de contabilização, a divisão é entre ativos e passivos, em que o país está credor ou devedor em relação ao exterior. Os ativos (*assets*), ao alocarem recursos em um país estrangeiro, exercem uma pressão positiva na posição de credor deste país frente ao exterior, visto que saiu capital do país. O contrário ocorre com os passivos (*liabilities*): a pressão positiva na posição devedora (ou pressão negativa na posição credora) do país, uma vez que entrou capital no país.

Para efeitos elucidativos, a sua conversão para o BPM5 foi feita para associar os sinais negativos com saída de recursos do país e os sinais positivos com a entrada de recursos.

### 3.3: Particularidades da Conta Financeira da Coreia do Sul

No pós-crise de 2008, as políticas coreanas focaram em reduzir a possibilidade de novas reversões repentinas de capitais por meio da diminuição de *currency mismatches* e de *financial distress*. Nesta temática, a estabilidade cambial deve-se a dois movimentos: conservação de um patamar apropriado de reservas internacionais e intervenções para evitar grandes variações na cotação do won sul-coreano. Convém ressaltar que os *policymakers* coreanos mantiveram uma rigidez fiscal para auxiliar na condução de política monetária para a estabilidade financeira e

---

<sup>11</sup>Recursos que transitam de uma empresa em um país para a afiliada em outra nação.

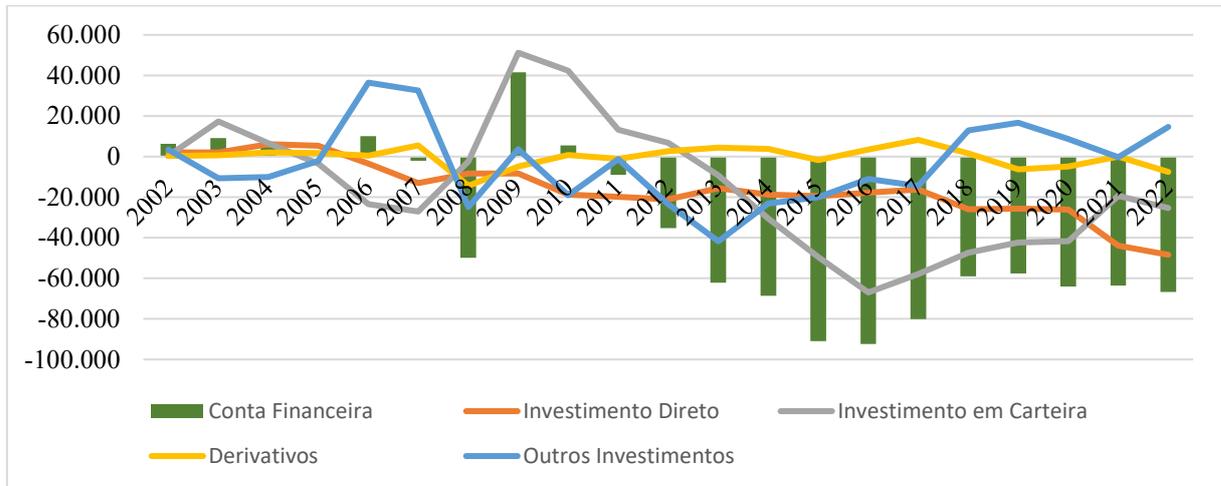
respostas eficazes quando necessário. Desta forma, a Coreia adotou medidas macroprudenciais, com destaque para taxas para passivos cambiais no momento posterior à crise de 2008 (FMI, 2020).

Com o fito de mitigar os riscos sobre o won sul-coreano derivados da volatilidade dos fluxos de capitais, medidas *currency-based* foram implementadas. Entre 2010 e 2011, as principais tangeram a um limite em contratos de derivativos com moeda estrangeira de bancos e uma taxa de estabilidade macroprudencial recolhida na forma de moeda estrangeira (FMI, 2020). Este novo panorama diminuiu a sensibilidade do sistema financeiro coreano frente às volatilidades de capitais, inerentes a países periféricos, e auxiliaram a reduzir a proporção de dívidas externas de curto prazo sobre o total.

Ademais, em virtude da pandemia da *Covid-19*, a Coreia do Sul, assim como a maioria dos países periféricos, sofreu com *um sudden stop* e com uma carência de empréstimos em dólares americanos. Frente a isso, o *Bank of Korea (BoK)* mitigou a desvalorização cambial em 2020 via *swap* bilateral com o *Federal Reserve* no montante de US\$60 bilhões e afrouxamento de medidas *currency-based* em capitais entrantes no território coreano. Para amenizar os efeitos da pandemia sobre a economia, o *BoK* adotou uma política monetária expansionista com a menor taxa de juros de sua história (0,5% ao ano) e injetou liquidez nos mercados financeiros. Paralelamente, o governo coreano implementou um forte pacote fiscal alinhado a um programa de estabilização financeira e, assim, auxiliou as famílias e setores da economia (FMI, 2020).

O gráfico a seguir (gráfico 8) retrata o saldo da Conta Financeira e as suas subcontas. Desta forma, nota-se que Investimento em Carteira é mais expressivo do que Investimento Direto, além de ser a subconta com maior volatilidade ao longo do tempo e influenciada diretamente pelo Índice VIX, ou seja, com rápidos *feedbacks* com choques exógenos à Coreia do Sul.

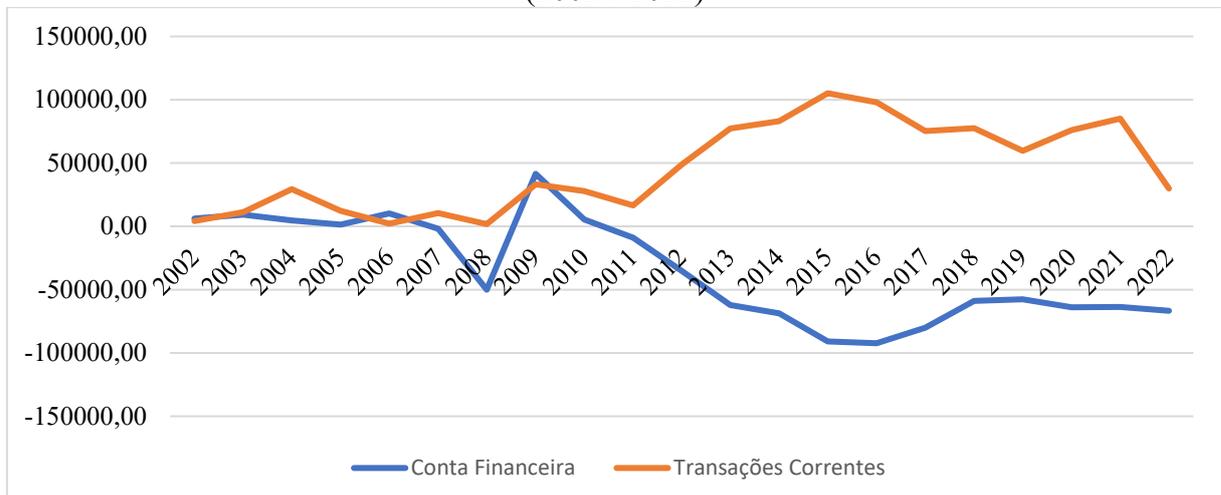
Gráfico 8 - Conta Financeira da Coreia do Sul em milhões de dólares (2002 a 2022)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IFS/FMI.

O que se destaca com a análise do gráfico é o ponto de inflexão na dinâmica da CF da Coreia do Sul entre 2012 e 2013, cujos saldos se tornam negativos. Anteriormente, o resultado da CF estava relacionado com maior intensidade ao ciclo de liquidez mundial, seguindo uma CF típica de país periférico. Isso é observado na expressiva reversão do saldo da CF em 2008, ano da crise do subprime, e o superávit em 2009 devido ao afrouxamento de políticas monetárias de países centrais e os planos de *QE*. Por sua vez, o período pós-2012 continua com seus passivos (estrangeiros) vulneráveis aos choques externos (como 2013 com o *Taper Tandrum* e em 2015 com o aumento da taxa de juros estadunidense), porém apresenta a diferença no forte aumento participação de ativos (residentes) na dinâmica da CF. A especificidade de cada conta será abordada nas seções a seguir.

Gráfico 9 - Conta Financeira e Transações Correntes da Coreia do Sul em milhões de dólares (2002 a 2022)



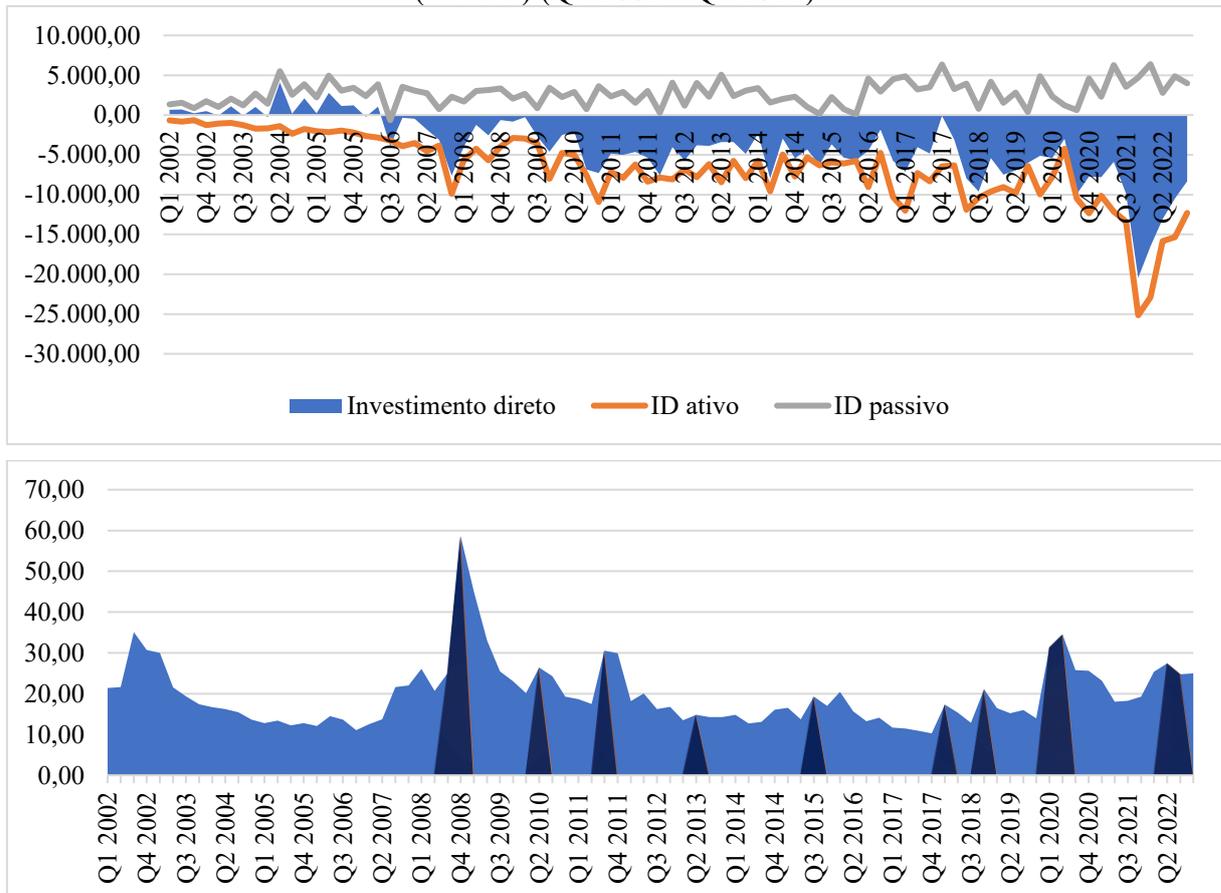
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IFS/FMI.

Apesar de não ser o foco deste trabalho, é necessário demonstrar a dinâmica da CF e das transações correntes (gráfico 9). Os fortes superávits da década de 2010 de TC aumentaram a liquidez de moedas estrangeiras na Coreia do Sul, o que contribuiu para a solidez externa coreana. Este panorama não impede volatilidade nas subcontas do CF, porém reduz a possibilidade de paradas repentinas de entrada de capitais no país (BoK, 2018).

### 3.4: Investimento Direto

Os investimentos diretos feitos por estrangeiros da Coreia do Sul são fortemente incentivados, a exemplo de redução tarifária. Por sua vez, os investimentos diretos de residentes coreanos estão relacionados com a internacionalização de empresas nacionais, destacando a atuação dos *chaebols* nesse processo. Na maioria dos trimestres analisados, o país é um investidor externo líquido.

Gráfico 10 - Investimento Direto da Coreia do Sul em US\$ milhões (superior) e Índice VIX (inferior) (Q1 2002 a Q4 2022)



Fonte: Elaboração própria a partir de IFS/BOP e *Federal Reserve of Saint Louis*.

Nota: Os períodos marcados com azul escuro representam choques exógenos abordados no capítulo 2.

Ao analisar o gráfico 10, nota-se que até a crise do *subprime* em 2008, a trajetória do investimento direto era semelhante, ainda mais ao se analisar o passivo desta conta. No entanto, após 2009, a saída de recursos torna-se maior e quase inteiramente superior ao investimento direto ativo até 2022. Além disso, o ID ativo é superior ao ID passivo, ou seja, há uma saída de capitais contínua e volumosa de residentes para investimentos diretos no exterior. Isso ocorre devido aos incentivos oferecidos pelo governo sul-coreano e às estratégias de multinacionais do país.

Observando o comportamento do Índice VIX, nota-se que há uma relação com o Investimento Direto Passivo, ao passo que o pensamento dos estrangeiros está de acordo com o resultado deste índice. Portanto, os movimentos dos Estados Unidos (CFG, *Taper Tandrums* e aumento da taxa de juros em 2015) influenciaram negativamente essa subconta.

A crise grega e a guerra comercial (China e Estados Unidos), outros picos no Índice VIX, causaram redução na entrada de capitais via investimento direto. Em 2018, as tensões comerciais da Coreia do Sul com o Japão desempenharam papel relevante para esta diminuição mencionada.

Ruppert e Bertella (2018) discorrem que o processo de *outsourcing* global das firmas coreanas e a importância da atuação estatal neste âmbito. Em 2005, o governo sul-coreano implementou um conjunto de ações direcionando esta temática, o Plano de Ativação de Investimentos Externos. A ação governamental foi efetiva, visto que, segundo a UNCTAD (2023), a Coreia do Sul era o décimo sexto país com mais entrada de investimentos diretos e o oitavo maior exportador em 2021. Além disso, relevantes empresas coreanas apareceram entre as cem firmas não financeiras com maior quantidade de ativos estrangeiros, as quais são a *Samsung*, a *Hyundai*, *Hanwha*, *POSCO*, *LG*, *Doosan Corp* e *SK Hynix Inc* (Ruppert e Bertella, 2018).

É válido destacar que no relatório *WIR (World Investment Report)* da UNCTAD de 2022, a Coreia do Sul foi incluída no grupo de países desenvolvidos, assim como na base *WEO (World Economic Outlook)* do FMI.

Em 2019 e no início da pandemia, o preço do petróleo e das commodities em geral enfraqueceram o ID, movimento persistente em 2020 com o impacto da pandemia e permanência de menores preços de petróleo (UNCTAD, 2020; 2021).

A partir do segundo semestre de 2020, ou seja, depois dos maiores resultados do Índice VIX, houve um aumento relevante em Investimento Direto Passivo, ou seja, residentes destinando recursos para o exterior na forma de ID. Em 2021, a Coreia do Sul era o 8º país com maior saída de capital em ID e o 16º com maior entrada de capitais (em 2020, estava fora dos

20 primeiros países). Isto ocorre devido ao movimento de multinacionais, acordos de investimentos (como Israel e Camboja depois de 2019), empresas coreanas realizando aquisições e benefícios concedidos pelo governo da Coreia do Sul (*UNCTAD*, 2021; 2022).

Um dos setores que realiza esse movimento é o de tecnologia, observado pelas operações da Samsung, a qual expande para o âmbito de semicondutores. Em 2021 e 2022, as multinacionais coreanas ampliaram fortemente os seus projetos *greenfield* (novas instalações), os principais destaques recaem nos setores de tecnologia, veículos elétricos e baterias, setor automobilístico em geral, hidrogênio verde e aço em diversas localidades no mundo, como na Ásia, Oceania e América do Norte (*UNCTAD*, 2022; 2023).

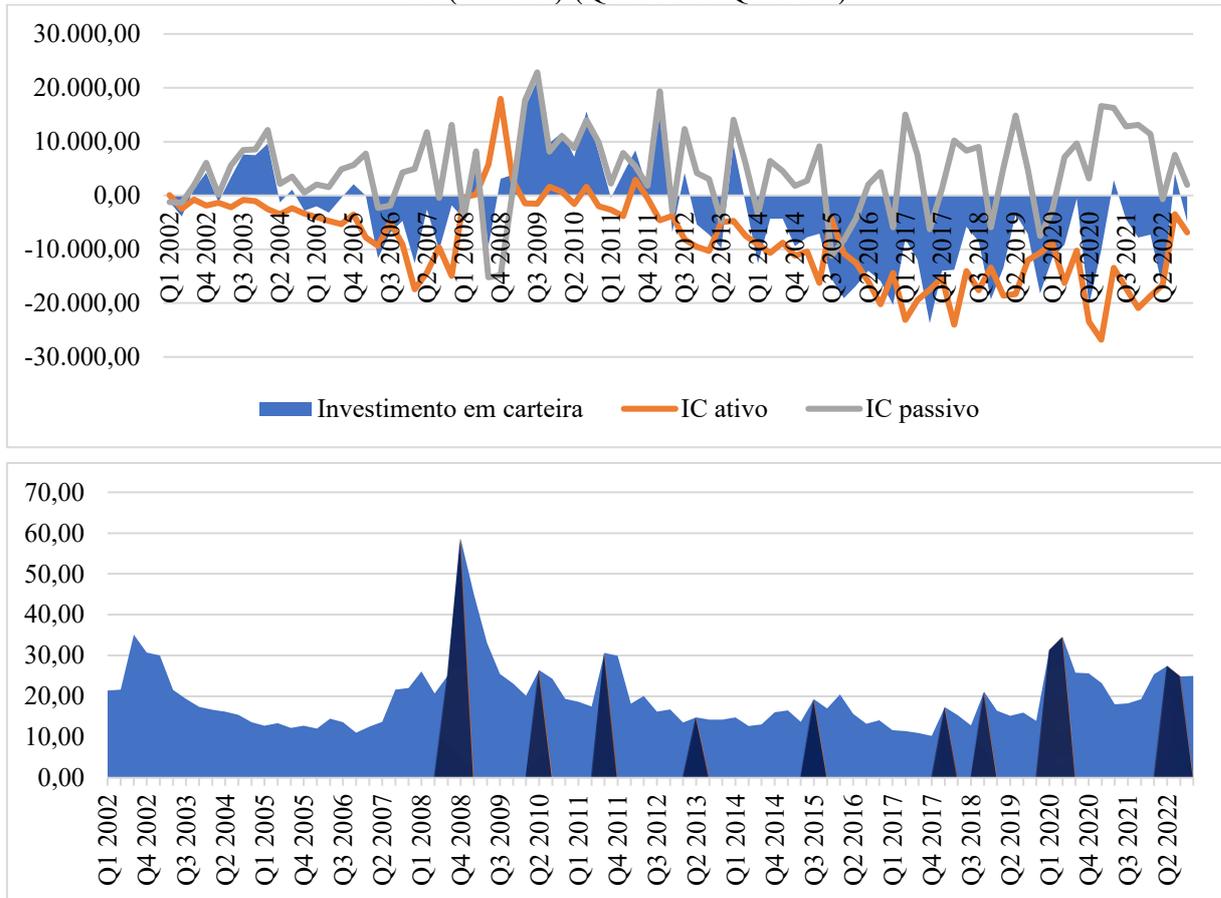
Desta forma, a posição do won sul-coreano dentro da hierarquia monetária é um fator decisivo em Investimento Direto, porém em menor escala como se verá em Investimento em Carteira por exemplo.

### **3.5: Investimento em Carteira**

Os investimentos em carteira apresentam forte relação com as taxas de juros de cada país e as taxas de retorno domésticas. Esta dinâmica não se altera para a análise da Coreia do Sul. É interessante ressaltar que as taxas de juros coreanas estavam fortemente relacionadas com o ciclo nacional e em menor proporção com a política monetária estadunidense (Yun, 2020).

Assim como discutido no capítulo 2, os investimentos em carteira são mais voláteis, visto que tendem a possuir prazos menores e maior liquidez (Munhoz e Corrêa, 2009). Além disso, a dinâmica da liquidez mundial influi diretamente nos resultados do balanço de pagamentos de países com moeda fraca, o caso da Coreia do Sul.

Gráfico 11 - Investimento em Carteira da Coreia do Sul em US\$ milhões (superior) e Índice VIX (inferior) (Q1 2002 a Q4 2022)



Fonte: Elaboração própria a partir de IFS/BOP e *Federal Reserve of Saint Louis*.

Nota: Os períodos marcados com azul escuro representam choques exógenos abordados no capítulo 2.

Nota-se, no gráfico 11, que os resultados menores após o segundo semestre de 2004 estão relacionados com a elevação da taxa de juros estadunidense, a qual foi superior do terceiro trimestre de 2005 ao terceiro semestre de 2007. Em 2006, o saldo negativo foi influenciado pela forte saída de capital dos residentes (IC ativo). Somado a isso, a desaceleração da economia da Coreia do Sul e dos Estados Unidos, aumentando o risco, não muito perceptível no Índice VIX.

A CFG implicou em uma expressiva saída de capitais via investimento em carteira, movimento síncrono com o aumento do Índice VIX. O mesmo panorama foi observado no anúncio do *Taper Tandrums*, porém não com a questão europeia de 2010 e 2011 (crise grega e problematização bancária no continente). Desta forma, infere-se que a forte liquidez mundial gerada pelos *Quantitative Easings* e pelas políticas monetárias mais frouxas de países centrais obliteraram os problemas na Europa e, por conseguinte, acarretou uma forte entrada de capitais, ao passo que os residentes permanecem com menores montantes de recursos alocados no exterior em relação ao pré-CFG.

No período seguinte à CFG, houve um retorno rápido de capitais via Investimentos em Portfólio para a Coreia do Sul, movimento observado nos países emergentes em geral, em que os investidores apresentam maior apetite pelo risco. Este cenário foi resultado da liquidez abundante devido às baixas taxas de juros de países centrais aliado a pacotes monetários de liquidez, a exemplo dos *QEs*. As entradas reduzem-se com o aumento da taxa de juros norte-americana em 2015 (Yun, 2020).

Após os fortes efeitos da CFG sobre a Coreia, observa-se que os Investimentos em Carteira foram relevantes na entrada de capitais no território coreano, seja por meio de mercado de ações ou de títulos de dívida. A conjuntura global contribuiu para este resultado, visto que as políticas monetárias expansionistas, forte liquidez e incerteza econômica de países centrais foram catalisadores para o retorno dos fluxos de capitais aos países emergentes. O fato de a Coreia ter se recuperado rapidamente e ter índices econômicos saudáveis contribuiu fortemente para ela ser um dos principais destinos de recursos (com destaque ao IC) nos países periféricos (FMI, 2011).

Em 2011, o governo sul-coreano impôs um controle de capitais a partir da “reintrodução do imposto de renda com retenção na fonte sobre a aquisição de títulos do governo e do banco central por não residentes, equiparando-o ao pago pelos residentes” (Fritz e Prates, 2017, p. 28). Isto decorre do crescimento relevante de Investimentos em Carteira, os quais eram recordes. Todavia, não se obteve um impacto forte, muito relacionado ao fato de esta taxa não incidir sobre a subconta de investimentos em ações, as quais cresceram de forma relevante após a CFG (Fritz e Prates, 2017).

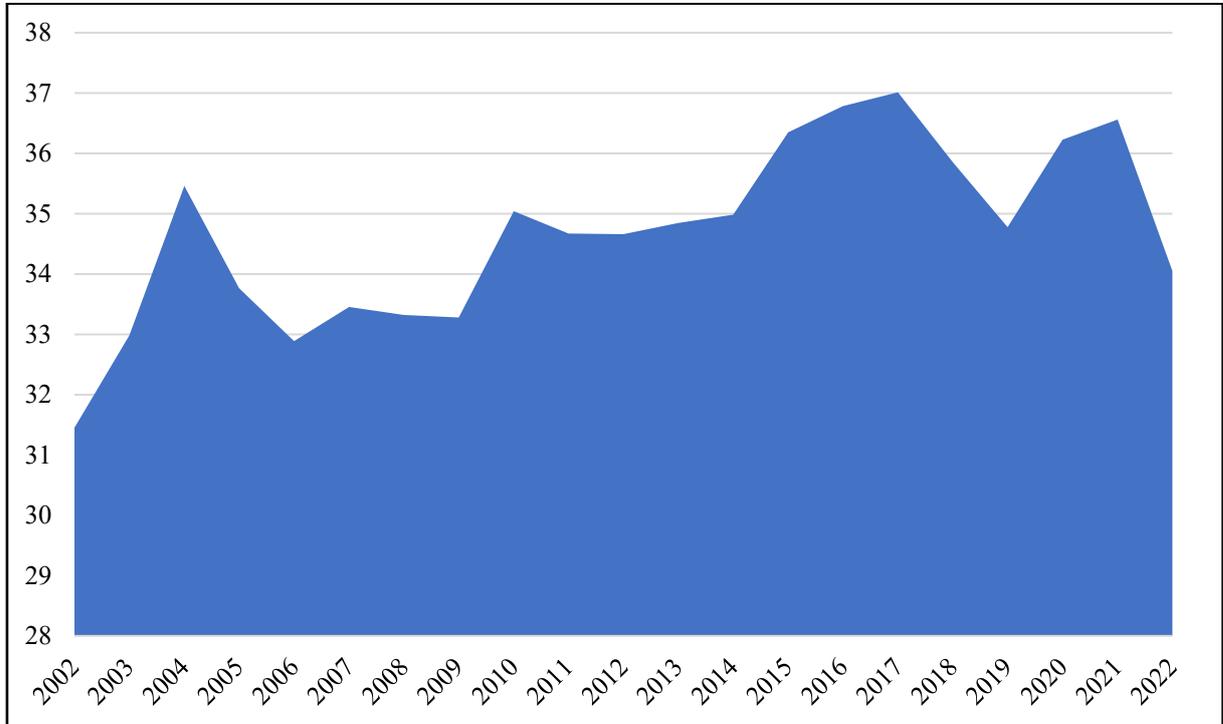
Até 2013, a dinâmica dos fluxos de Investimento em Carteira era, de certa forma, um reflexo do cenário de liquidez mundial e do movimento da taxa de juros dos Estados Unidos. Isto implicava em uma saída de capitais em momentos de elevação do Índice VIX devido ao aumento do risco, a exemplo de 2008. O contrário também ocorria, com riscos menores ou controlados, os capitais tendem a ir para países periféricos.

Após 2013, as saídas de capitais também estão atreladas ao movimento de diversificação do portfólio dos residentes com ativos estrangeiros e não somente por eventos exógenos. No entanto, nota-se que o aumento da taxa de juros norte-americana após 2015 e a guerra comercial entre os Estados Unidos e a China desempenharam papel decisivo para os resultados observados no período.

Após a CFG, os investidores nacionais, cujo nível de poupança doméstica era alto, iniciaram o movimento de diversificação global de seu portfólio e houve uma importância crescente dos investidores institucionais coreanos. Este cenário fomenta a gradual saída de

capitais nacionais via investimentos em carteira, bem como saídas líquidas de capitais (FMI, 2020).

Gráfico 12 - Poupança bruta da Coreia do Sul (% da Produto Interno Bruto) de 2002 a 2022



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Mundial.

A importância dos investidores institucionais é destacada por FMI (2019), em que eles, com o *foreign exposure mechanism*, podem alocar seus recursos em ativos nacionais, ou seja, realizando a entrada de capitais no país frente a alterações no cenário de risco mundial ou de risco cambial. Por conseguinte, eles podem gerar entrada de capitais em situações de risco global que podem neutralizar a saída de capital de estrangeiros e, assim, reduzindo a saída líquida de capitais em momentos de turbulência internacional.

O comportamento dos residentes em relação ao Investimento em Carteira está relacionado à diferença das taxas de juros coreana com a estadunidense. Além do mais, Yun (2020) disserta que o crescimento da população idosa como proporção da população total (15,6% em 2010 e com previsão de 60% em 2040) apresenta ligação com a maior sensibilidade de saídas de capitais frente a diferença de juros mencionada. Portanto, esta mudança no formato da pirâmide populacional fomenta a busca por poupança. Simultaneamente, há um aumento de investidores institucionais coreanos, como já abordado, os quais procuram diversificar sua carteira com ativos estrangeiros para ter maiores rendimentos, visto que o rendimento do mercado doméstico não é muito elevado.

Ademais, o papel dos investidores institucionais é um fator decisivo na década de 2010, sejam eles fundos privados ou fundos públicos. O principal é o *National Pension Service*, o terceiro maior fundo de pensão público mundial, que está relacionado à aposentadoria dos cidadãos coreanos. Os seus planos, desde 2015, são expandir a participação de investimentos em carteira externos em relação ao seu total. Em 2015, cerca de 24,3% de sua carteira era composta de ativos estrangeiros e já está próximo de 40% em 2022. Este movimento gera as fortes saídas de capitais de IC passivo observados no gráfico 11 (BoK, 2022).

Nota-se também que, em momentos de maior risco global na década de 2010, o comportamento dos residentes foi de redução de saída de capitais na forma de IC. Isto está relacionado com a presença de ativos *safe-haven* em seu mercado de títulos, pois a perda de seu valor é menor do que a maioria dos outros ativos.

Outrossim, a Coreia presenciou, após a CFG, uma redução da volatilidade de seus capitais em virtude de os investidores estrangeiros apresentarem menor sensibilidade frente a choques exógenos ao país, observado pelo impacto menor do *Taper Tandrums* em relação ao conjunto de países emergentes. Isto decorre da maior confiança na condução político-econômica coreana (Bruno e Shin, 2014).

Em 2022, com o aumento da taxa de juros dos Estados Unidos, observa-se uma redução da entrada de recursos via Investimentos em Carteira, o que demonstra impactos de origem exógena à dinâmica interna da Coreia do Sul, mesmo que com uma sensibilidade reduzida.

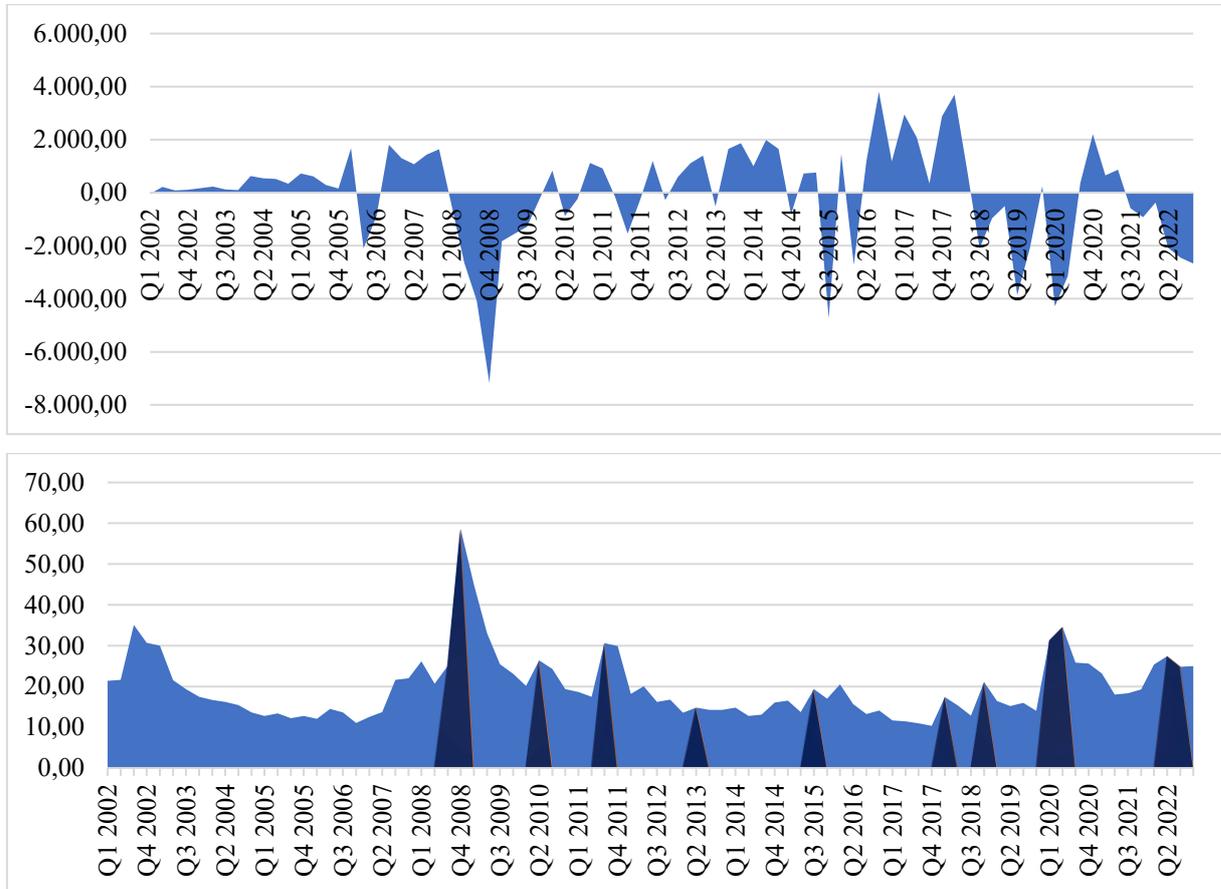
Neste prisma, é notória a volatilidade do Investimento em Carteira diante de choques externos, o que explicita a vulnerabilidade externa da Coreia do Sul, cuja moeda não ocupa posição favorável na hierarquia do sistema monetário internacional.

### **3.6: Derivativos**

O aumento dos investidores institucionais coreanos impacta diretamente nos Derivativos. Em virtude de eles procurarem maiores rendimentos e, assim, causarem saída de Investimento em Carteira em direção a ativos estrangeiros, tais agentes procuram divisas nos mercados de derivativos (Yun, 2020). Os investidores podem cobrir os riscos cambiais de forma temporária utilizando Derivativos (FMI, 2019).

Nota-se a forte relação entre o Índice VIX e os derivativos financeiros na Coreia do Sul. Cabe destacar que, para esta subconta, não há a divisão entre ativo e passivo, há somente o valor líquido presente no IFS do FMI. É necessário destacar que o mercado de derivativos na Coreia do Sul apresentou forte crescimento nos anos 2000 (Shin e Lim, 2012).

Gráfico 13 - Derivativos da Coreia do Sul em US\$ milhões (superior) e Índice VIX (inferior) (Q1 2002 a Q4 2022)



Fonte: Elaboração própria a partir de IFS/BOP e *Federal Reserve of Saint Louis*.

Nota: Os períodos marcados com azul escuro representam choques exógenos abordados no capítulo 2.

Observação: Os valores de ativos e de passivos para derivativos são zero na base de dados.

Em 2006 e 2007, as empresas coreanas exportadoras adotaram a opção de câmbio *KIKO* (*knock-in, knock out*)<sup>12</sup> como forma de fazerem *hedge* (cobertura) em face à apreciação cambial, a qual induzia a perdas financeiras/redução de lucro por serem pagas em moeda estrangeira. Como a economia coreana é uma grande exportadora, muitas pequenas e médias empresas usaram o contrato *KIKO* (Choi e Kwon, 2019).

Um dos cerne da desvalorização cambial entre 2007 e 2008 era os derivativos cambiais, devido ao mercado *deliverable*, (derivativos de balcão, envolvem a entrega efetiva de dólares) em que o dólar estadunidense era usado como forma de liquidar as perdas e os ganhos. Um exemplo eram as opções de câmbio *KIKO* (*knock-in-knock-out*) vendidas pelos bancos para

<sup>12</sup> “*KIKO contracts are a combination of two derivative option conditions: a knock-out put option that terminates when a knock-out event occurs, and a knock-in call option that comes into existence when a knock-in event takes place*” (Choi e Kwon, 2019, p. 3). Esta opção permite o exportador a ter uma cobertura contra o risco cambial sem ter custos diretos caso a flutuação cambial varie nos níveis de *knock-in* e *knock-out*.

empresas exportadoras (com destaque para a indústria de construção naval). Essa operação era um *hedge* contra a redução da taxa de câmbio frente ao dólar (Fritz e Prates, 2017). Convém destacar que o fato de as operações financeiras serem *deliverable* implicam que os ganhos e perdas delas serem realizadas em dólares (Baumann e Gallagher, 2013).

A desvalorização cambial é justamente o contrário do esperado pelas empresas que possuem contratos tipo *KIKO*, com destaque para as exportadoras. Desta forma, tais agentes tornaram-se suscetíveis a perdas financeiras e até à falência. Convém destacar que as principais perdas se concentraram nas pequenas e médias firmas.

Tabela 4 - Perdas financeiras do *KIKO* em 2009

	Número de firmas	Porcentagem	Perdas em won coreano	Porcentagem
Pequenas e Médias Empresas	471	91,9%	2,4 trilhões	71,6%
Grandes empresas	46	8,1%	958,8 bilhões	28,4%
Total	517	100%	3,3 trilhões	100%

Fonte: Choi e Kwon (2019).

O mercado de derivativos de balcão *deliverable* apresenta relação intrínseca com a desvalorização do won sul-coreano na década de 2000, visto que os bancos - nacionais ou estrangeiros na Coreia - contraíram empréstimos em dólares norte-americanos diante da rentabilidade das operações nesse mercado. Portanto, há uma instabilidade nesse processo após a deflagração da crise do *subprime* (CFG), que, em um primeiro momento, acarreta uma redução significativa das linhas de créditos. Por conseguinte, os bancos não eram capazes de renovar suas dívidas em moeda estrangeira de curto prazo (Fritz e Prates, 2017).

Neste viés, o setor bancário torna-se um forte adquirente de dólares para dar solvência à sua atividade, o que, por sua vez, gera um aumento na taxa de câmbio sul-coreana e, por isso, há uma queda importante nos resultados de 2008 explicitadas no gráfico 13. À luz deste cenário, as firmas que possuíam operações *KIKO* foram forçadas a adquirem wons no mercado de câmbio à vista e a devolverem os dólares, aprofundando a valorização do dólar frente à moeda coreana (Fritz e Prates, 2017).

As dificuldades de enfrentamento da CFG pela Coreia recaem sobre o excessivo e pouco supervisionado uso de derivativos cambiais. Devido às expectativas de uma forte apreciação cambial, as empresas que possuíam contratos de exportação de longo prazo, a exemplo da indústria de construção naval, e investidores residentes com portfólio misto (carteira com ativos domésticos e estrangeiros) fizeram *hedge* contra a sua exposição cambial. Frente a ausência de compradores dessas exposições cambiais de longo prazo e a falta de preocupação de

reguladores coreanos sobre os passivos de curto prazo de filiais de bancos internacionais na Coreia, tais bancos não conseguiram renovar os seus empréstimos, causando desequilíbrios no mercado de *swaps* cambiais (Baba e Shim, 2010, citado por FMI, 2020).

As medidas (macroprudenciais e de controle)<sup>13</sup> impactaram a dívida externa de curto prazo bancárias e os derivativos cambiais, mantendo-os em níveis sustentáveis. Com isso, foi possível que esta dívida fosse menor do que a dívida externa do período anterior à CFG e elas ajudaram a conter a pressão de redução da taxa de câmbio após a crise citada, a qual ficou estável entre o final de 2009 e 2011 (Fritz e Prates, 2017).

Outrossim, os derivativos influenciaram a estabilidade da taxa de câmbio em virtude da redução da quantidade demandada por operações de câmbio a termo, com destaque novamente para a indústria de construção naval. Nesta temática, observa-se que a crise de 2008, o aumento da taxa de juros dos Estados Unidos e a pandemia foram os períodos de maiores saídas de capital da Coreia na forma de Derivativos. Apesar de 2015 não deter o maior resultado de Índice VIX na década de 2010, infere-se que o resultado líquido de derivativos apresenta forte relação com acontecimentos nos Estados Unidos, o maior mercado de derivativos no mundo.

Todavia, eventos como a crise grega de 2010, a problematização do balanço dos bancos europeus em 2011 e a tensão comercial (entre China e Estados Unidos) apresentam implicações sobre os derivativos. Logo, nota-se que o ciclo de liquidez mundial e eventos exógenos à economia doméstica da Coreia do Sul impactaram fortemente nos Derivativos e na taxa de câmbio, reforçando a hipótese do trabalho. Nesta conta, percebe-se uma maior relação entre os eventos ocorridos com os Estados Unidos do que o Índice VIX em si, porém ele é fundamental para o entendimento da dinâmica dos derivativos.

### **3.7: Outros Investimentos**

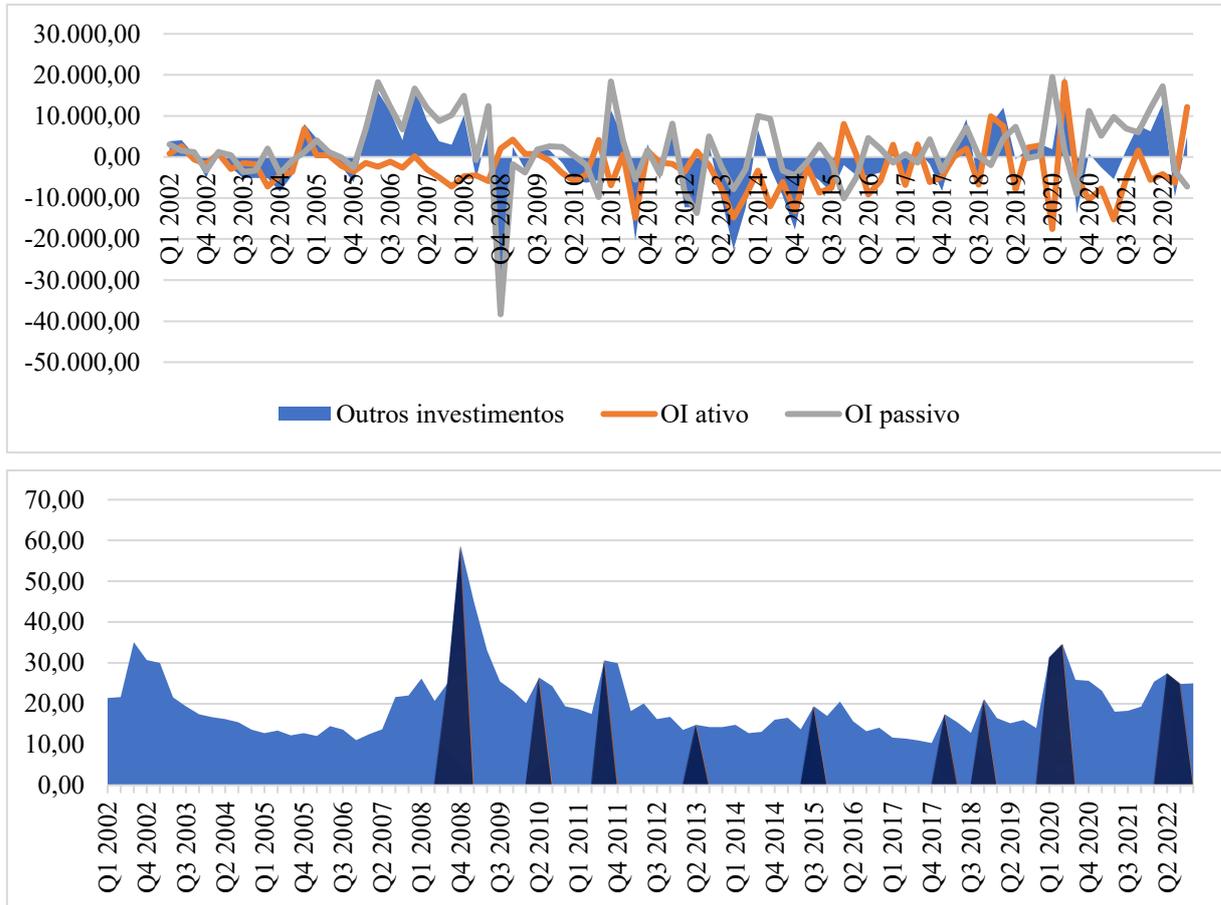
Na conta Outros Investimentos, a rubrica empréstimos bancários é de grande relevância. No caso coreano, os bancos atuaram diretamente com *carry trade* ao tomarem emprestado recursos de curto prazo em moeda estrangeira e oferecê-los no mercado de Derivativos, como abordado na seção 3.1 e 3.6. Esta entrada de, principalmente, dólares ocorre via empréstimos bancários no balanço de pagamentos, o que justifica os altos valores presentes no gráfico. Portanto, observa-se uma relação direta entre Outros Investimentos e Derivativos na Coreia do

---

<sup>13</sup> As medidas estão dispostas no quadro 1 da seção 3.7 (Outros Investimentos).

Sul (Baumann e Gallagher, 2013). É válido ressaltar que a conta outros investimentos é bastante volátil na Coreia do Sul.

Gráfico 14 - Outros Investimentos da Coreia do Sul em US\$ milhões (superior) e Índice VIX (inferior) (Q1 2002 a Q4 2022)



Fonte: Elaboração própria a partir de IFS/BOP e *Federal Reserve of Saint Louis*.

Nota: Os períodos marcados com azul escuro representam choques exógenos abordados no capítulo 2.

Em virtude de a desvalorização do won coreano e a volatilidade dos fluxos de capitais estarem intrinsecamente relacionada com as operações mencionadas de empréstimos e de derivativos, as regulações da conta capital e a adoção de medidas macroprudenciais objetivaram reduzir, não somente o endividamento externo de curto prazo, mas também a liquidez cambial (Baumann e Gallagher, 2013). As principais medidas estão descritas no quadro a seguir (1).

Quadro 1 - Instrumentos de gestão de fluxos de capitais após a crise financeira global de 2008

Data	Tipo	Medida
Novembro de 2009	Regulação financeira prudencial	1) Padrões mais rígidos para reduzir o descasamento de maturidade entre ativos e passivos em moeda estrangeira dos bancos e melhorar a qualidade de seus ativos líquidos. 2) Limite de 125% – em relação às receitas de exportação subjacentes – em contratos de câmbio a termo entre bancos e empresas exportadoras.
Junho de 2010	Regulação financeira prudencial	1) Teto sobre contratos de derivativos cambiais dos bancos sul-coreanos de, no máximo, 50% e das agências de bancos estrangeiros de, no máximo, 250% do respectivo capital no mês anterior. 2) Bancos podem realizar operações de câmbio a termo com empresas exportadoras equivalentes a no máximo 100% das transações subjacentes – anteriormente, 125%. iii) Empréstimos em moeda estrangeira de bancos residentes e títulos de dívida mantidos até o vencimento – prazo igual ou maior que um ano – devem ser cobertos por captações em moeda estrangeira com vencimento superior a um ano em pelo menos 100%.
Junho de 2010	Controle de capitais	Limites sobre o financiamento em moeda estrangeira, com algumas exceções para pequenas e médias empresas.
Novembro de 2010	Controle de capitais	Reintrodução do imposto de 14% sobre as aquisições de títulos do Tesouro sul-coreano e dos bônus de estabilização monetária – emitidos pelo banco central – por não residentes – percentual equivalente ao incidente sobre as compras realizadas por residentes. Contudo, empresas estrangeiras e não residentes de países com os quais a Coreia do Sul possui tratados de dupla tributação foram isentas.
Dezembro de 2010	Controle de capitais	Imposto sobre passivos denominados em moeda estrangeira
Maio de 2011	Controle de capitais	Limites para derivativos denominados em moeda estrangeira

Fonte: Fritz e Prates (2017); Baumann e Gallagher (2013).

Entre 2005 e 2007, os bancos no país captaram empréstimos de curto prazo, grande fonte de entrada de capitais. No entanto, isso tornou-se uma matriz de saída de recursos da Coreia a partir de setembro de 2008 com a quebra do *Lehman Brothers* em setembro de 2008. Diante deste cenário, os *policymakers* coreanos introduziram medidas macroprudenciais para amenizar a volatilidade dos fluxos de capitais, com destaque à possibilidade de rápida reversão (Bruno e Shin, 2014).

Os períodos com maiores riscos mundiais (expressos no Índice VIX do gráfico 14) representam fortes quedas, seja da conta líquida, ou apenas de seu passivo. Convém ressaltar as reduções de 2008 e 2009, associadas à crise do *subprime*, de 2015, 2016 e 2022 com o aumento da taxa de juros norte-americana. Desta forma, é observado a forte relação entre a conta Outros Investimentos com a dinâmica econômica, principalmente, dos Estados Unidos, visto que as principais saídas de recursos apresentam o cerne em choques estadunidenses.

Um detalhe interessante do período pós-CF é de que as saídas feitas por estrangeiros se referem ao repatriamento dos empréstimos (Yang e Kim, 2008).

Durante o período analisado, a CFG, a problematização de bancos europeus e o *Taper Tandrums* foram os principais motivos exógenos de variabilidade em Outros Investimentos. Um ponto de atenção recai na disponibilidade de crédito internacional, o que influencia no resultado da subconta em questão. Em 2008, o *credit crunch* gerado foi um dos catalisadores para a forte saída de capital. Desta forma, observa-se um movimento quase síncrono entre aumento do risco global (Índice VIX) e a elevação de *outflows*, demonstrando o potencial de vulnerabilidade externa da Coreia do Sul, que não possui uma moeda conversível.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Destarte, o principal objetivo deste trabalho foi feito: analisar a dinâmica dos fluxos de capitais para a Coreia do Sul de 2002 a 2022, conectando-a com os ciclos de liquidez internacional. Além disso, os objetivos específicos foram abordados ao longo dos capítulos: o capítulo 1 retrata o debate teórico da hierarquia das moedas e do SMI, o capítulo 2 aborda a periodicidade dos ciclos de liquidez mundial, já o terceiro capítulo engloba o estudo das subcontas da conta financeira sul-coreana e dos movimentos de ativos (residentes) e passivos (estrangeiros) de tais subcontas.

De acordo com o exposto, nota-se que as contas de Investimento em Carteira e Outros Investimentos são mais voláteis e apresentam forte relação com os resultados do Índice VIX, assim como a subconta Derivativos. Ademais, é válido ressaltar o ponto de inflexão da Conta Financeira a partir de 2012/2013, a qual começa a obter saldos negativos, influenciada, não somente pelos constantes choques externos na década de 2010, mas também pela saída de capital realizada pelos residentes. O Investimento Direto, por sua vez, é mais estável e está intrinsecamente relacionado à expansão das multinacionais coreanas. No período analisado, se observa a forte entrada de capitais na Coreia do Sul, assim como em países emergentes, em momentos de menor risco global e maior liquidez.

Nesse prisma, a vulnerabilidade externa ainda persiste, mesmo após duas crises impactarem fortemente a economia do país (CFG e CFA) e com medidas regulatórias. Desta forma, os fluxos de capitais para a Coreia do Sul seguem o comportamento descrito nas fases da periodicidade do capítulo 2. Outrossim, o won sul-coreano, por não ser conversível em plano internacional, não está posicionado favoravelmente no SMI, pois é uma moeda fraca e, assim, a sua demanda não é perene e sim cíclica.

Logo, a Coreia do Sul possui moeda fraca e, nesse sentido, seria um país periférico, a despeito do FMI a classificar como país desenvolvido. Acredita-se que a desregulamentação da CF da década de 1990 e início da década de 2000 desempenhou um papel importante na compreensão desta vulnerabilidade a choques externos.

No entanto, o trabalho possui as limitações de não ter se utilizado o ferramental econométrico e comparações com outros países semelhantes, a exemplo do Brasil. Portanto, um futuro estudo pode partir desse ponto, avançando em direção a mais níveis de abertura da CF, detalhando também os impactos dos fluxos de capitais em variáveis macroeconômicas, como nas taxas de câmbio e de juros. Ademais, acrescentar a literatura de ciclos financeiros

globais com o comovimento global de variáveis financeiras e seus mecanismos de transição é de alta relevância.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. *La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale*. Paris: *La Découverte*, 1986.

ANG, J. B. *Research, technological change and financial liberalization in South Korea*. *Journal of Macroeconomics* 32, p.457-468. 2009.

BAER, M. **Sistema financeiro internacional: oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento**. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, jul. 1995.

BAPTISTA, L. N. **Desequilíbrios globais e crises financeiras: história, teorias e evidências**. 2018.156 páginas. Tese de Doutorado – Universidade Federal de Uberlândia. Instituto de Economia, Uberlândia, 2018.

BARBOSA, C. N. T.; G. G. **A crise asiática e a inserção da Coreia do Sul na geopolítica mundial contemporânea**. *Anais do IV Congresso Sergipano de História & IV Encontro Estadual de História da Anpuh/SE*.ARACAJU: 2014.

BAUMANN, B. A.; GALLAGHER, K. P. *Post-crisis capital account regulation in South Korea and South Africa*. *Working Paper Series of Political Economy Research Institute*, Number 320, abr. 2013.

BELLUZZO, L. G. **Dinheiro e as transfigurações da riqueza**. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J.L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997. p. 151-193.

BELLUZZO, L.G. **O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados**. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.4., p.11-20, 1995.

BELLUZZO, L.G. **Os emergentes e a globalização financeira**. In: COUTINHO, Diogo; LASTRES, H. M.M. *O Futuro do Desenvolvimento*. Rio de Janeiro, p. 63-78, 2016.

BELLUZZO, L. G.; CARNEIRO, R. M. **O mito da conversibilidade ou moedas não são bananas**. Suplemento 1 do Boletim Política Econômica em Foco, IE/Unicamp, maio/ago. 2003.

BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; DEUSY-FOURNIER, P. *La concurrence pour le statut de monnaie Internationale depuis 1973*. *Économie Internationale*, n°59, 3º trimestre 1994.

*BOK. Bank of Korea*. Disponível em: <<https://www.bok.or.kr/eng/main/main.do>> Acesso em: 30 out. 2023.

*BOK. Financial stability report: october 2018*. Seoul, 2018.

*BOK. Financial stability report: october 2022*. Seoul, 2022.

*BIS. Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2007*. Basel, 2008.

*BIS. Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2010*. Basel, 2011.

*BIS. Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2013*. Basel, 2014.

*BIS. Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2016*. Basel, 2017.

*BIS. Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2019*. Basel, 2020.

*BIS. Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2022*. Basel, 2023.

BORIO, C. *More Pluralism, More Stability?* Acesso em: <<https://www.bis.org/speeches/sp160510.htm>> Acesso em: 10 out. 2023.

BRUNO, V.; SHIN, H. *Assessing Macprudential Policies: the Case of South Korea*. *Scandinavian Journal of Economics* 116, p. 128-157, 2014.

CARNEIRO, R. **Globalização e Inconvertibilidade Monetária**. *Revista de Economia Política*, vol. 28, nº 4 (112), p. 539-556, out./dez. 2008.

CARTAPANIS, A. *Le dólar incontesté? Economie politique d'une monnaie internationale*. *Revue d'économie financière*, n. 94, mar. 2009.

CHOI, G.; KWON, S. *Market failure and effective financial consumer protection in Korea*. *Journal of APEC Studies, Seoul*, v. 11, n. 1, p. 9-24, 2019.

COHEN, B. J. *The geography of money*. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

CORRÊA, V. P. **Liberalização financeira e vulnerabilidade externa para os países que não têm moeda forte: uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira**. Anais do XI Encontro Nacional de Economia Política. VITÓRIA: SEP, 2006.

CORRÊA, V. P.; *et al.* **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.

CORRÊA, V. P.; PEREIRA, V. P. **Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa equação considerando o período pós 2008**. In: COUTINHO, Diogo; LASTRES, H. M.M. *O Futuro do Desenvolvimento*. Rio de Janeiro, p. 63-78, 2016.

DE CONTI, B. M. **Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas**. 2011. 216 páginas. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2011.

DE CONTI, B. M.; BIANCARELI, A. M.; ROSSI, P. *Currency Hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian/Minskyan approach*. Campinas: IE/UNICAMP, 2013.

DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. **A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos.** *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 23, n. 2 (51), p. 341-372, ago. 2014.

DE FREITAS, M. C. P. **A crise na área do euro.** *Boletim de Economia* [10], p. 21-39, dez. 2011.

EICHENGREEN, B; *et.al.* ***The pain of original sin.*** In: EICHENGREEN, B. & HAUSMANN, R. *Other people's Money: debt denomination and financial instability in emerging market economies.* Chicago: *The University of Chicago Press*, 2005.

EPSTEIN, G. ***Should Financial Flows Be Regulated? Yes.*** Universidade de Massachusetts: *DESA Working Paper* No. 77, 2009.

FEDERAL RESERVE BANK OF SAINT LOUIS. ***FRED Economic Data Saint Louis FED.*** Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/>> Acesso em 30 out. 2023.

FEDERAL RESERVE BANK OF BOSTON. ***Lessons from the U.S. experience with QE.*** Boston, 2015.

FLASSBECK, H. ***The Exchange rate: economic policy tool or market price?*** *UNCTAD Discussion Papers*, n.157, 2001.

FRITZ, B.; PRATES, D. **A nova abordagem do FMI sobre a gestão dos fluxos de capitais e suas limitações: lições do Brasil e da Coreia do Sul.** Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. - Brasília: Rio de Janeiro: Ipea, 2017.

FRITZ, B.; PRATES, D.; DE PAULA, L. **Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas emergentes: uma análise keynesiana-estruturalista.** In: *Keynes: Ensaio sobre os 80 Anos da Teoria Geral*, p. 177-202, 2016.

GUILLAUMIN, G.; D. PLIHON (2008) ***Les monnaies dans la mondialisation.*** *Questions Internationales*, nov/dez 2008.

HICKS, J. R. *Liquidity*. *The Economic Journal*, v. 72, n. 288, p.787-802, 1962.

FMI. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2009*. Washington: IMF, 2010.

FMI. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022*. Washington: IMF, 2023.

FMI. *Balance of Payments and International Investment Position Manual – Sixth Edition (BPM6)*. Washington, 2009.

FMI. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*. Disponível em: <https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>. Acesso em: 12 out. 2023.

FMI. *Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery*. Washington, DC, out. 2020.

FMI. *Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*. Washington, DC, abr. 2020.

FMI. *Global Financial Stability Report: Navigating the High-Inflation Environment*. Washington, DC, out. 2022.

FMI. *World Economic Outlook – Gloomy and More Uncertain*. Washington, DC, jul. 2022.

FMI/IEO. *IMF advice on capital flows to the Republic of Korea and selected ASEAN economies*. Washington, DC, 2020.

FMI/IEO. *Recent shifts in capital flow patterns in Korea: an investor base perspective*. Washington, DC, 2019.

FMI/IEO. *The IMF and recent capital account crisis: Indonesia, Korea, Brazil*. Washington, DC, 2003.

FMI/WEO. *World Economic Outlook Database*. Washington, DC, 2023.

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. 14 ed. Londres: MacMillan, 1964.

KIHWAN, K. *The 1997-98 Korean Financial Crisis: Causes, Policy Response, and Lessons. The High-Level Seminar on Crisis Prevention in Emerging Markets (IMF and The Government of Singapore)*. Singapore, 2006.

YANG, D.; KIM, S. *Managing capital flow: the case of the Republic of Korea*. ADBI Discussion Paper 88. Tóquio: 2008.

KIM, S. *South Korea's Policy Responses to Global Economic Crisis. The First Middle East Conference on Global Business Economics, Finance and Banking*. DUBAI: 2014.

MATTOS, O. M. B. **Bancos, "shadow banks" e moeda endógena: desafios à política monetária do Federal Reserve no século XXI**. 2015. Tese de Doutorado - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. Campinas, SP. 2015.

MUNHOZ, V. C. V. e CORRÊA, V. P. **Volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil: uma análise empírica por meio do modelo ARCH (Autoregressive Conditional Heteroskedastic Model)**. Análise econômica (UFRGS). 2009.

OCAMPO, J. A. *International asymmetries and the design of the international financial system*. Santiago: CEPAL, 2001.

PARK, J. *From 'Cardinal Sin' to Policy Agenda? The Role of Capital Controls in Emerging Market Economies: A Study of the Korean Case, 1997–2011*. Joint U.S.–Korea Academic Studies Emerging Voices 22 (Washington: Korea Institute of America). 2011.

PEREIRA, V. P. **Dinâmica da conta financeira do balanço de pagamentos dos países emergentes no período 1990-2009: a vulnerabilidade continua**. 2010. 192 páginas. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Uberlândia. Instituto de Economia, Uberlândia, 2010.

PEREIRA, V. P. **Fluxos de capitais com viés de curto prazo e vulnerabilidade externa do Brasil no período 2000-2014**. 2015. 200 páginas. Tese (Doutorado)–Universidade Federal de Uberlândia. Instituto de Economia, Uberlândia, 2015.

PRATES, D. M. **As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional**. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, 9(2), p. 263-288, mai./ago. 2005.

PRATES, D. M.; CUNHA, A.M. **Controles de capitais e o perfil do passivo externo brasileiro: tendências recentes e perspectivas**. Indicadores Econômicos FEE, Vol. 40, p. 71-82, 2013.

PRATES, D. M. **Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa**. 2002. 205 páginas. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2002.

RUPPERT, L.; BERTELLA, M. A. **A internacionalização das empresas sul-coreanas e o papel do Estado**. Revista de Economia Contemporânea, n. 22 (2), p. 1-24, 2018.

SERRANO, F. **Do ouro imóvel ao dólar flexível**. Revista Economia e Sociedade, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez. 2002.

SHIN, J; LIM, Y. *How to use financial derivatives wisely – a case study of KIKO*. *Agribusiness and Information Management*, v. 4, n. 1, p. 24-31, 2012.

SOUZA, H. F. **Análise dos fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro e a dinâmica especulativa dos investimentos diretos (período 2000-2016)**. 2017. 186 páginas. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia. Instituto de Economia, Uberlândia, 2017.

SOUZA, H. F.; CORREA, V. P. **Dinâmica dos ciclos de liquidez mundial nos anos 2000-2019: uma proposição a partir de indicador calculado e análise de conjuntura**. In: SEMANA DE ECONOMIA POLÍTICA, 2022, Uberlândia.

STIGLITZ, J. E. *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability*. *World Development*, Washington, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.

TAVARES, M. C; MELIN, L. E. **A reafirmação da hegemonia americana**. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J. L (Orgs.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p. 55-86.

TAVLAS, G. *The International Use of Currencies: The U.S. Dollar and the Euro*. *Finance and development*, p. 46-49, 1998.

UNCTAD. *Trade and Development Report– Beyond Austerity: Towards a Global New Deal*. Genebra, set. 2017.

UNCTAD. *World Investment Report 2002: international production beyond the pandemic*. Genebra, 2020.

UNCTAD. *World Investment Report 2021: investing in sustainable recovery*. Genebra, 2021.

UNCTAD. *World Investment Report 2022: international tax reforms and sustainable investment*. Genebra, 2022.

UNCTAD. *World Investment Report 2023: investing in sustainable energy for all*. Genebra, 2023.

WORLD BANK. **Gross savings (% of GDP) - Korea, Rep.** Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS?end=2022&locations=KR&start=2002>>Acesso em: 01 nov. 2023.

YUN, Y. *Post-crisis changes in the pattern of capital flows - The case of Korea*. *Economics Bulletin*, Volume 40, Issue 1, p. 601-611. 2020.