**Universidade Federal de Uberlândia**

Instituto de Economia

Mestrado em Economia

# INGRESSO DE CAPITAIS E VOLATILIDADE – UMA ANÁLISE SOBRE O RISCO-PAÍS

**Karina Cabrini Zampronio**

Uberlândia, MG

Outubro/2005

**Universidade Federal de Uberlândia**

Instituto de Economia

Mestrado em Economia

# INGRESSO DE CAPITAIS E VOLATILIDADE – UMA ANÁLISE SOBRE O RISCO-PAÍS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-gradução do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia (UFU) para obtenção do título de Mestre em Economia.

Karina Cabrini Zampronio

**Orientadora: Profª. Drª. Vanessa Petrelli Corrêa**

**Co-Orientador: Prof. Dr. Marcelo Dias Carcanholo**

Uberlândia, MG

OUTUBRO/2005

# Universidade Federal de Uberlândia

## INGRESSO DE CAPITAIS E VOLATILIDADE – UMA ANÁLISE SOBRE O RISCO-PAÍS

**Karina Cabrini Zampronio**

Dissertação aprovada em _____/10/2005 para obtenção do título de Mestre em Economia.

Banca Examinadora:

Profª. Drª. Vanessa Petrelli Corrêa – UFU

Prof. Dr. Marcelo Dias Carcanholo – UFU

Profa. Dra. Daniela Prates – UNICAMP

## *AGRADECIMENTOS*

Considero que a elaboração de uma tese de mestrado é um produto coletivo embora sua redação, responsabilidades e *stress* seja predominantemente individual. Várias pessoas contribuíram para que este trabalho chegasse a bom termo. A todas elas registro minha gratidão.

Agradeço primeiramente a Deus, que me possibilitou caminhar com bastante firmeza até o fim deste trabalho, permitindo-me superar todos os obstáculos que se colocaram para a consecução deste trabalho.

Á minha família: aos meus pais Mary de Lourdes e José Antônio pelo incentivo e compreensão, pela sólida formação dada até minha juventude, que me proporcionou a continuidade nos estudos até a chegada a este mestrado, meus eternos agradecimentos. A minhas irmãs Andréia e Elaine e ao meu cunhado Pablo pelo constante suporte, sempre presentes com companheirismo e clareza de idéias.

Agradeço a Profª. Drª. Vanessa Petrelli Corrêa, por conduzir a orientação deste trabalho com grande competência e presteza, além da sua grande amizade criada ao longo deste trabalho. A sua disponibilidade irrestrita, sua forma exigente, crítica e criativa de argüir as idéias apresentadas, creio que deram norte a este trabalho, facilitando o alcance de seus objetivos, apesar dos *stop and go* que ocorreram ao longo da construção desta tese de mestrado. À Vanessa meus irrestritos agradecimentos.

Às minhas amigas que residem comigo Sabrina, Dorinha, Janayne e Flávia pelo companheirismo e encorajamento a prosseguir na execução desta tese, e por me suportar nos dias de *stress*. E minha amiga e colega de trabalho Maria José, que sempre me apoiou nos momentos difíceis.

Ao meu amigo Fernando, que tive o prazer de conhecer ao longo deste curso e de ter se tornado um grande irmão, tendo sempre sua mão estendida nos dias difíceis. E por fim, a Lécio uma pessoa muito queria, que tive o prazer de conhecer no final da execução deste trabalho.

A Vaine, pela amizade que me dedicou, por sua força e seu carinho, uma grata surpresa nesta caminhada. Espero que nossa amizade continue sólida e não caia no esquecimento.

***SUMÁRIO***

LISTA DE TABELAS.....VII

LISTA DE GRÁFICOS.....VIII

LISTA DE QUADROS.....X

RESUMO.....XI

ABSTRACT.....XII

INTRODUÇÃO .....13

CAPÍTULO I – INOVAÇÕES FINANCEIRAS E O MOVIMENTO DOS FLUXOS DE CAPITAIS.....16

1.1- Inovações Financeiras a partir dos anos 1970 – o Movimento da Conta de Capitais e Financeira do Balanço de Pagamentos.....16

1.1.1- As Inovações Financeiras dos anos 1960 e 70 – a grande expansão dos empréstimos bancários e os elementos de impactos sobre o perfil do Balanço de Pagamentos e sobre o movimento do câmbio.....16

1.1.2- As inovações financeiras dos anos 1980 – os novos detentores de liquidez e a modificação do perfil dos fluxos de capitais.....24

1.2- Anos 80/90 e a Volta do Debate da Liberalização.....29

1.2.1- Discussão Teórica.....30

1.2.2- Trabalhos inconclusivos sobre os controles de capitais.....39

CAPÍTULO II – A LÓGICA DOS FLUXOS DE CAPITAIS – O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE RISCO.....42

2.1- Risco Soberano .....45

2.2- Risco-País.....63

2.2.1- EMBI.....72

2.2.2- EMBI+.....75

2.2.3- EMBI GLOBAL.....77

CAPÍTULO III – FLUXOS DE CAPITAIS NOS PAÍSES EMERGENTES E AS AGÊNCIAS DE RATINGS – UMA ANÁLISE PÓS ANOS 1990.....81

3.1- Definição da Periodização.....81

3.2- O ciclo de liquidez 1990-1998: crises e seus impactos sobre os países emergentes.....83
3.2.1- Características básicas do fluxo de recursos 1990 – 1998.....84
3.2.2- Análise do Fluxo para Países Periféricos no período 1990 – 1998: o processo de abertura, o crescimento da fragilização e o destaque para as crises.....89
3.2.2.1- Crise do México.....100
3.2.2.2- Crise da Ásia.....109
3.2.2.3- Crise da Rússia.....120
3.3- O Período de 1999 – 2004.....129
3.3.1- A mudança na lógica dos fluxos – a dinâmica de *feast or famine*.....129

CAPÍTULO IV – RISCO-PAÍS, FLUXOS PARA O BRASIL E A DINÂMICA DOS JUROS.....138
4.1 – O movimento de Abertura e a Determinação da Dinâmica dos Juros e Câmbio no Brasil.....138
4.2- O perfil do ingresso de capitais, risco-país e a articulação com o nível interno de juros, no período de 1994-1998.....148
4.3- Análise do caso do Brasil pós 1999 – A continuidade da vulnerabilidade.....169

CONCLUSÕES.....194

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....200

## *LISTA DE TABELAS*

Tabela 1- Fluxos de Capitais Privado para as Economias Emergentes, 1990 a 1998 – US$ milhões.....96
Tabela 2- Os Investimentos Estrangeiros de portfólio no mercado financeiro mexicano – US$ milhões.....101
Tabela 3- Conta Financeira do México – anual: 1991 a 1998(US$ milhões).....103
Tabela 4- Conta Financeira da Argentina.....106
Tabela 5- Conta Financeira da Coréia: 1996 e 1997 (US$ milhões).....116
Tabela 6- Conta Financeira da Rússia – anual: 1994 a 1999.....121
Tabela 7- Resultado da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos da Rússia: 1998 (US$ milhões).....123
Tabela 8- Emerging Market e Developing Countries: Net Capital Flows……..130
Tabela 9- Balanço de Pagamentos do Brasil – anual: 1993 a 1999 (US$ milhões).....149
Tabela 10- Conta Financeira do Brasil – 1993 a 1999.....151
Tabela 11- Conta Financeira da Rússia em 1998.....162
Tabela 12- Conta Financeira do Brasil: 1999 a 2004 (US$ milhões).....175

## *LISTA DE GRÁFICOS*

Gráfico 1- *Ratings* dos *Bonds* Emitidos nos Mercados Emergentes (meados de 1997).....49
Gráfico 2- *Ratings* dos *Bonds* Emitidos nos Mercados Emergentes em 1999.....49
Gráfico 3- Mercados Emergentes: Número de *Ratings* Soberanos por categoria.....50
Gráfico 4- Comparação do EMBI por país.....73
Gráfico 5- Comparação do EMBI por tipo de categoria.....73
Gráfico 6- Comparação do EMBI+ por país.....76
Gráfico 7- Peso (%) por região que compõem o EMBI Global.....78
Gráfico 8- Conta Financeira do México: 1990 a 1998.....103
Gráfico 9- Conta Financeira da Argentina: Quadrimestral: 1990 a 1999.....106
Gráfico 10- Avaliação das Agências de *Ratings* para a Tailândia.....111
Gráfico 11- Avaliação das Agências de *Ratings* para a Coréia.....112
Gráfico 12- Conta Financeira da Coréia: 1990 a 1998.....115
Gráfico 13- Conta Financeira da Rússia: 1990 a 1998.....121
Gráfico 14- Avaliação das Agências de *Ratings* para a Rússia.....122
Gráfico 15- Fluxos Financeiros para os países emergentes (distribuição por região).....132
Gráfico 16-Taxa de Juros Mensais *feds funds* (em % ao ano).....136
Gráfico 17- Taxa de Juros Over/Selic (mensal).....146
Gráfico 18- Taxa de Câmbio R$/US$ - comercial.....146
Gráfico 19- Conta Financeira do Brasil – 1990/1999 anual.....149
Gráfico 20- C-Bond –spread em pontos base – mensal.....153
Gráfico 21- EMBI+ Diário: 1994 a 1999.....154
Gráfico 22- Investimento Estrangeiro em Carteira: 1995 (US$ milhões).....156
Gráfico 23- Outros Investimentos Estrangeiros: 1995 (US$ milhões).....156
Gráfico 24- Outros Investimentos Brasileiros; 1995 (US$ milhões).....156
Gráfico 25- Avaliação das Agências de *Ratings* para o Brasil.....158
Gráfico 26- Investimento Estrangeiro em Carteira: 1997 (US$ milhões).....160
Gráfico 27- Outros Investimentos Brasileiros: 1997 (US$ milhões).....161
Gráfico 28- Outros Investimentos Estrangeiros: 1997 (US$ milhões).....161
Gráfico 29- Investimentos Estrangeiros em Carteira: 1998 (US$ milhões).....162
Gráfico 30- Outros Investimentos Brasileiros: 1998 (US$ milhões).....163
Gráfico 31- Outros Investimentos Estrangeiros: 1998 (US$ milhões).....163
Gráfico 32-Variação do Câmbio e o EMBI+: mensal -1994 a 1999.....165
Gráfico 33- Variação da Taxa Selic e EMBI+:1994 a 1999.....165
Gráfico 34- Dívida Líquida do Setor Público: 1994 a Fev de 1999. .....168
Gráfico 35- Variações da Selic e EMBI+ 1994 a 2004.....171
Gráfico 36- Variações do Câmbio e EMBI+ : mensal: 1994 a 2004.....171
Gráfico 37- Conta Financeira do Brasil Acumulada – 1995 a 2004.....175
Gráfico 38- Balança Comercial: 1995 a 2005.....177
Gráfico 39- EMBI+Brasil e taxa de Câmbio: mensal – 1999/2000.....177
Gráfico 40- Taxa de Juros Futuros, Taxa Selic e Prêmio de Risco Interno: 1999/2000.....178
Gráfico 41- Risco-País (medido pelo EMBI+) e o Prêmio de Risco: 1999/2000.....179
Gráfico 42- Dívida Líquida do Setor Público: 1999 a 2004 mensal em % do PIB.....180

Gráfico 43- EMBI+Brasil e Taxa de Câmbio: mensal – 2001/2002.....182
Gráfico 44- Taxa de Juros Futuros, Taxa Selic e Prêmio de Risco Interno: 2001/2002.....184
Gráfico 45- Risco-País (medido pelo EMBI+) e o Prêmio de Risco: 2001/2002.....184
Gráfico 46- Diferencial entre o risco-Brasil medido pelo EMBI+ e o risco sugerido pelo *rating* em moeda corrente estrangeira do Brasil – Fatores Marcantes: 2001/2002.....186
Gráfico 47- EMBI+Brasil e Taxa de Câmbio: mensal - 2003/2004.....188
Gráfico 48- EMBI+ Diário: Global, Ásia, Latino e Brasil (2002 a 2005).....189
Gráfico 49- Taxa de Juros Longas, Taxa Selic e Prêmio de Risco: 2003/2004.....190
Gráfico 50- Risco-País (medido pelo EMBI+) e o Prêmio de Risco: 2003/2004.....191

## *LISTA DE QUADROS*

Quadro 1- Escala de Classificação de Risco.....53
Quadro 2- O significado das Categorias de *Ratings*.....54
Quadro 3- Grau de Inadimplência.....63
Quadro 4- Títulos de Compõem o EMBI.....69
Quadro 5- Bônus Emitidos pelo Plano Brady.....71
Quadro 6- Composição do EMBI+ - Dezembro de 1994.....75
Quadro 7- Índices EMBI+ versus EMBI Global.....78
Quadro 8- Variação do EMBI+(diferença de preços) em relação à crise do México.....106
Quadro 9- Avaliação das Agências de *Ratings* para o caso da Tailândia.....114
Quadro 10- Avaliação das Agências de *Ratings* para o caso da Tailândia.....115
Quadro 11- Variação do EMBI+(diferença de preços) em relação à crise da Ásia.....121
Quadro 12- Avaliação das Agências de *Ratings* para o caso da Rússia.....124
Quadro 13- Variação do EMBI+ (diferença de preços) em relação à crise da Rússia.....127
Quadro 14- EMBI+Brasil (diferença de preços) em relação às crises cambiais.....154
Quadro 15- Avaliação das Agências de *Ratings* para o caso do Brasil.....158
Quadro 16- Variação do EMBI+Brasil (diferença de preços) durante a crise de 1999.....176
Quadro 17- Comparação do Risco-Brasil medido pelo EMBI+ e a diferença entre seus *spreads* sugeridos pelos seus respectivos *ratings*.....185

## *RESUMO*

Este presente trabalho pretende analisar a relação entre os fluxos de capitais, as Agências de Avaliação de Risco e a variação do índice EMBI+ de países emergentes como: México, Argentina, Ásia, Rússia e Brasil. O estudo focará duas periodizações: a primeira se refere aos anos de 1990 a 1998, em que ocorreram as crises cambiais do México, Ásia e Rússia, fase esta marcada por um período de grande liquidez no mercado internacional. A segunda se refere aos anos pós 1999, em que a maioria dos países adota o câmbio flutuante e há um movimento de *feast or famine* no mercado financeiro internacional. No caso do Brasil, além de se estudar a relação dos fluxos de capitais, EMBI+Brasil e as Agências de Ratings, veremos a dinâmica dos juros internos, que tem uma correlação positiva com o prêmio de risco do Brasil, este é calculado pela diferença entre a Taxa Selic Real e a Taxa de Juros Futuros Esperados, medidos pelo Swaps DI-Pré 360 dias.

Palavras Chaves: Fluxos de Capitais, Agências de *Ratings*, Taxa de Juros, EMBI+.

## ABSTRACT

This present work intends to analyze the relation enters the flows of capitals, the Agencies of Evaluation of Risk and the variation of index EMBI+ of emergent countries as: Mexico, Argentina, Asia, Russia and Brazil. The study it will parse two period: the first one if relates to the year of 1990 the 1998, where the cambial crises of Mexico, Asia and Russia had occurred, phase this marked by a period of great liquidity in the international market. Second if it relates to the years after 1999, where the majority of the countries adopts the floating exchange and has a movement of feast or famine in international the financial market. In the case of Brazil, beyond if studying the relation of the flows of capitals, EMBI+Brasil and the Agencies of Ratings, we will see the dynamics of the internal interests, that has a positive correlation with the prize of internal risk of Brazil, this is calculated by the difference between Real the Selic Tax and the Tax of Waited Future Interests, measured for the Swaps DI-Pré 360 days.

Keys Words: Flows of Capitals, Agencies of Ratings, Tax of Interests, EMBI+.

## *INTRODUÇÃO*

Este trabalho tem relação com as mudanças ocorridas na economia brasileira desde a década de 1970 - com as inovações financeiras - e mais precisamente a década de 1990, fruto de transformações no sistema financeiro mundial – globalização. Criam-se novos espaços para as atividades bancárias e não bancárias, como também se estimulam inovações financeiras, propiciando a diversificação das fontes de financiamento, ou seja, busca de diluição de riscos e de estruturas financeiras mais abertas.

As inovações financeiras juntamente com a adoção da abertura comercial e financeira foram responsáveis pelo notável aumento dos fluxos de capitais para os países emergentes e pela mudança do perfil dos fluxos de capitais, que passaram a ser mais voláteis e de curto prazo.

As principais inovações e transformações, que ocorreram com o fim da intermediação bancária como alavancadora de recursos no mercado de crédito, ocorreram no mercado de capitais, que criam novas oportunidades de negócios, com diferentes riscos.

Neste sentido é que se configura o processo de securitização de dívidas e o desenvolvimento de derivativos. Dentre as principais características das novas condições de financiamento que se estabelecem a partir de então podemos citar:

a) O fato de que os grandes detentores de liquidez passam a ser os investidores institucionais;

b) Que grande parte do movimento financeiro passa a se dar via mercado de capitais e não mercado de crédito;

c) Que se estabelecem condições que facilitam o movimento da liquidez a nível internacional, permitindo uma rápida reestruturação de portfólios.

A securitização é a colocação direta de papéis (títulos de propriedade – ações, ou de dívida – bônus, debêntures e *commercial papers*), que evitam os custos das operações de crédito bancário, o que permite o desenvolvimento do mercado secundário para estas obrigações. Podemos dizer, então, que o processo de securitização refere-se à transformação de obrigações financeiras geradas anteriormente em processos de oferta de crédito para papéis

que são colocados diretamente no mercado. Já os derivativos oferecem a possibilidade de decompor e negociar os riscos advindos de uma transformação financeira.

Os "atores" mais importantes nestes processos são os investidores institucionais, como fundos de pensão, fundos mútuos de investimento e companhias de seguros. No entanto, como estamos em um ambiente globalizado, de circulação financeira desregulada, esses investidores institucionais costumam ser, na maioria, estrangeiros, que buscam flexibilizar suas aplicações em diferentes setores, devido à existência de grandes diversidades de títulos da dívida e as bruscas alterações no mercado financeiro.

Assim, estes investidores, para investirem em um determinado país, buscam avaliações mais complexas do país em questão. Essas informações são obtidas por empresas especializadas na avaliação das condições de crédito dos países – empresas de rating, sendo que avaliam o grau de risco das economias a partir do que se costumam denominar "fundamentos econômicos", além de levar em conta expectativas subjetivas. *"Os fundamentos funcionam como base de cálculo para indicadores padrão de previsão de resultados, orientados pelo ponto de vista dos aplicadores. A grande diversidade de oportunidades de investimentos, que levam a uma grande massa de informações a serem processadas faz as agências elaborarem rotinas e indicadores (ratings) para orientar investidores privados e institucionais em suas aplicações"* (Corrêa e Almeida Filho, 2002).

Apresentar-se-á os indicadores que são utilizados pelas Agências de *Rating* e como é o processo de cálculo dessas variáveis. O resultado da avaliação, que é expresso por letras, dará o que convencionalmente chamamos de risco-país e risco-soberano. A diferença destes dois tipos de risco é um dos objetivos da análise deste trabalho.

Nos objetivos deste trabalho também estão inseridos as mudanças estruturais ocasionadas pelas inovações financeiras na década de 1970 e 1980, que mudaram a forma de captação de recursos, e que a livre movimentação de capitais/liberalização financeira aumentou sobremaneira o fluxo de capitais, alterando a Conta Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos. Para que estes fluxos se dirigissem aos países em desenvolvimento, a avaliação, desses últimos, pelas Agências de *Rating* é de suma importância. Daí a necessidade da análise mais importante do nosso trabalho, que procura mostrar o movimento da Conta Financeira dos vários países emergentes, durante o período de 1993 a 2004, articulando este movimento às notas dadas pelas Agências de *Ratings*.

Será apresentado também um estudo comparado do movimento do índice EMBI+ de alguns países emergentes, como: Argentina, México, Rússia, Ásia (representado pela Tailândia e Coréia do Sul) e Brasil, pois o índice EMBI+ medido pelo Banco Americano JP Morgan é um dos principais indicadores do risco-país. Juntamente ao estudo da variação do índice EMBI+ será mostrado, para o caso do Brasil especificamente, a relação entre risco-país, fluxos de capitais e a dinâmica dos juros em dois períodos propostos: 1990/1998 – câmbio controlado e 1999/2004 – câmbio flutuante.

Verificamos, dessa forma, a importância do tema proposto, que articula o movimento dos fluxos de capitais, o índice EMBI+ e as Agências de *Ratings* aos acontecimentos internacionais, como as crises cambiais e o grau de liquidez internacional, às classificações estipuladas pelas Agências de *Ratings*.

Para este estudo várias foram as fontes metodológicas utilizadas. As notas de classificação de risco foram colhidas das duas principais Agências de Avaliação de Risco: *Moody's e Standart & Poor's.* No que diz respeito aos fluxos de capitais, foram analisados os Balanços de Pagamentos de vários países emergentes, através dos dados do FMI. Para o caso do Brasil, utilizou-se os dados do Balanço de Pagamentos fornecidos pelo BACEN. No caso da análise de juros levantaram-se dados da Taxa Selic nominal e real e da taxa de juros longos (Swaps DI-Pré) de 360 dias.

Este trabalho está estruturado da seguinte forma: no Capítulo I serão mostradas as transformações estruturais ocasionadas com as inovações financeiras e a repercussão destas inovações sobre o movimento da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos e o debate sobre a liberalização nos anos 80/90; o Capítulo II mostrará a lógica dos fluxos de capitais baseados nas agências de avaliação de risco, bem como os conceitos de risco soberano e risco-país e como são calculados; o Capítulo III veremos o movimento dos fluxos de capitais nos países emergentes: México, Ásia, Rússia e Argentina e sua articulação com as avaliações das Agências de Avaliação de Risco, estruturado em dois períodos: 1990/1998 e 1999/2004. No Capítulo IV será mostrada a dinâmica dos juros, risco-país e fluxos de capitais em dois importantes períodos: 1990/1998: Câmbio Controlado e 1999/2004: Cambio flutuante.

# CAPÍTULO I – INOVAÇÕES FINANCEIRAS E O MOVIMENTO DOS FLUXOS DE CAPITAIS

## 1.1- INOVAÇÕES FINANCEIRAS A PARTIR DOS ANOS 1970 - O MOVIMENTO DA CONTA DE CAPITAIS DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Iniciaremos este capítulo fazendo um levantamento das transformações financeiras ocorridas desde a década de 1970 para podermos entender a nova dinâmica dos fluxos de capitais. No período que abarca a década de 1970 se levanta o processo mais agudo de expansão da internacionalização financeira propiciado pelas inovações financeiras que expandiram o potencial de oferta de empréstimos bancários. No período que envolve os anos 1980 e posteriores, descreve-se o crescimento das operações de alavancagem de recursos via lançamento de títulos no mercado de capitais.

### 1.1.1- As inovações financeiras dos anos 1960 e 1970 – a grande expansão dos empréstimos bancários e elementos de impactos sobre o perfil do balanço de pagamentos e sobre o movimento do câmbio.

Logo após o término da II Guerra Mundial houve uma nova forma de articulação da economia mundial. Observa-se que *"esta nova forma de articulação tem a ver com a instituição do padrão dólar-ouro, implementado a partir de Bretton Woods, que determina uma nova ordem monetária internacional relacionada a todo um movimento de internacionalização"* (Corrêa, 1996:48).

Por trás da regulação adotada em Bretton Woods está a criação de instituições capazes de controlar os fluxos de capitais, sendo que isto aparentemente foi possível até meados da década de 60.

Uma das questões importantes relacionadas a este período se refere à forma central de alavancagem de recursos na economia capitalista. Até o início dos anos 1960 o arranjo de financiamento "típico" para o investimento nas economias se baseava fundamentalmente no

modelo "*finance* – investimento – poupança – *funding*", em que o financiamento inicial era feito principalmente através dos bancos, captadores de depósitos (Studart, 1993; Corrêa, 1996). Nesta estrutura, estes capturavam os recursos depositados criando moeda fiduciária de forma autônoma, desde que se estivesse em período de crescimento econômico. A partir da base de depósitos e através de operações contábeis capazes de criar moeda, os bancos eram capazes de alocar recursos via crédito (geralmente de curto prazo) às empresas, para que estas iniciassem seus gastos com investimento.

Ademais, nesta estrutura, para realizar o *finance* – financiamento do investimento - de grandes montantes de capital, os bancos verificam anteriormente se há possibilidade de se realizar o *funding* – que se refere à transformação de uma dívida de curto prazo em uma dívida de longo prazo mais estável, sendo este mecanismo freqüentemente realizado no mercado de capitais (Cardim de Carvalho, 1993). Como as empresas não conseguem, a curto prazo, via processo produtivo (período de produção), os recursos para pagar o banco, é a possibilidade do *funding* que permite aos bancos se arriscarem a avançar os recursos sobre os depósitos, pois existe a possibilidade de poderem ser pagas as dívidas no curto prazo (já que o devedor terá realizado o *funding*, engendrando uma nova dívida para pagar o banco).

Nos mercados financeiros mais avançados esta estrutura historicamente foi montada então através de uma articulação entre mercado de créditos (*finance*) e mercado de capitais (*funding*). Nos mercados financeiros de países menos avançados, a institucionalidade poderia envolver o mercado de créditos somente, mas a lógica é diferente, pois a captação também se faz por parte de um banco público captador de depósitos compulsórios, por exemplo.

A questão central para os nossos propósitos se refere à compreensão de que, nesta estrutura, o sistema bancário é central ao processo de financiamento do investimento e, que a alavancagem básica de recursos passa essencialmente por ele. Esta forma "típica" de financiamento foi economicamente dominante até basicamente a década de 1990. Na verdade, a oferta de recursos de financiamento, em geral, passa pelo sistema bancário. Neste desenho institucional os bancos captam essencialmente depósitos, e seus ativos se vinculam fundamentalmente a empréstimos, sendo que os instrumentos de *position making* estão do lado do ativo e a limitação da capacidade de se endividar define limites para a expansão da oferta de moeda no sistema bancário (Minsky, 1986). Quando há problemas de liquidez, os bancos

rearticulam suas operações ativas: reduzem empréstimos, aumentam a conta caixa e/ou a conta títulos (quase caixa).

A partir daí, as autoridades monetárias têm grande capacidade de controle da criação de moeda, que se faz através de políticas monetárias restritivas – como a definição dos limites de compulsório, utilização da taxa de redesconto e operações de *open-market*. Os empréstimos gerados são rapidamente afetados por estes controles, que são fortemente eficazes. O que se destaca nesta estrutura, é que, ainda que a expansão de depósitos seja eminentemente endógena, o controle da expansão monetária é possível.

Articulados a este modelo temos, então, que até os anos 1960 foi basicamente possível controlar a criação de moeda (expansão) através de políticas monetárias restritivas. Este é um dos fatores a ser destacado. Outro se refere ao perfil dos fluxos de capitais (Corrêa, 1996).

Até a década de 70, o movimento internacional financeiro de capitais, ainda que intenso não era o principal fluxo do Balanço de Pagamentos, sendo que o principal fluxo era o de mercadorias – muito mais estável e menos errático do que os fluxos da conta de capitais. Nesta estrutura o câmbio também mostrava um movimento mais estável, pois o peso do lado financeiro no Balanço de Pagamentos era menor, e os movimentos da taxa dependiam muito mais do movimento de Transações Correntes.

> *"As rupturas provocadas pelo fim do regime de taxas fixas de câmbio no início dos anos 70 e a política de valorização do dólar americano ao final da mesma década criaram um quadro distinto daquele que vigorou no quarto de século posterior ao final da II Segunda Guerra Mundial. Ao lado de taxas de juros e câmbio"flex-price", grandes desequilíbrios em transações correntes passaram a se verificar entre as principais economias mundiais. O movimento de capitais internacionais, por sua vez, torná-se progressivamente menos dependente do comportamento de bens e serviços produtivos e cada vez mais dependente do lado financeiro do balanço de pagamentos – isto está ligado basicamente às inovações financeiras que se engendraram nos países capitalistas ao longo dos anos 60/70"* (Ferreira e Freitas, 1990).

No que tange a este segundo movimento, o trabalho de Corrêa (1996), mostra que o Sistema Financeiro Internacional passou por profundas modificações em sua estrutura e forma de funcionamento a partir dos anos 1960 e mais profundamente durante a década de 1970. A

crescente internacionalização das transações financeiras, o aumento do número de instituições financeiras operando em escala mundial, o desenvolvimento de um mercado financeiro baseado em euromoedas e a importância crescente dos fluxos privados de capitais para o financiamento dos países em desenvolvimento são alguns aspectos desse processo.

O ponto de partida que dá a base para tal expansão teve a ver com a nova forma de operação que o sistema bancário passa a adotar – movimento iniciado pelo mercado bancário norte americano e seguido pelos demais mercados capitalistas. A principal modificação se refere ao fato de que o movimento de geração de liquidez (atividade de *position-making*) dos bancos passa a ser efetuado do lado do passivo. Ou seja: quando os bancos precisam rapidamente de recursos líquidos, eles passam a atuar via novas operações de endividamento lançando títulos de dívida de curto prazo com altíssima liquidez para captar recursos. Estas novas operações de passivo e os títulos a eles vinculados fazem parte do mercado monetário: lançados pelos bancos a seus clientes e com grande aceitação – o que gera mercados secundários altamente dinâmicos (Corrêa, 1996).

Observa-se que estes movimentos se gestaram durante os anos de 1960 – 1970, momentos de grande expansão econômica (imediato pós-guerra). Este novo tipo de operação nos EUA foi inicialmente efetuado com Fundos de Reserva Federal (FRF) e depois com os Certificados de Depósitos Bancários (CDB). De um lado, geram-se papéis que funcionam como quase moedas e, do lado dos detentores de liquidez, estes passaram a manter seus recursos líquidos crescentemente comprando estes papéis (Minsky, 1986). Da parte dos bancos devedores (lançadores dos papéis) este instrumento os libertava da captação básica via depósitos. Como conseqüência, temos que a política monetária tradicional, via compulsório e redesconto, passa a perder poder de controle. Como a geração de liquidez aparentemente fica mais fácil (nos momentos de expansão) os bancos podem agir de forma mais agressiva expandindo empréstimos, mesmo quando o governo adota políticas monetárias mais restritivas. É então é através destes novos instrumentos que cresce sobremaneira o endividamento ao longo dos anos 1960 e 1970: dos bancos, das empresas, dos governos, das famílias e paralelamente a oferta de recursos se expande. Destaque-se que esta expansão gera grande salto de volume de empréstimos, sendo que o financiamento é basicamente bancário.

Em termos dos impactos internacionais, observamos a adoção deste novo modelo de funcionamento por todos os bancos em nível mundial. Mas o processo envolve aspectos mais

amplos. A internacionalização financeira se dá principalmente por que estas inovações se instalam conjuntamente com um processo de criação de mercados financeiros liberados para atuar com outras moedas (mercados *off-shore*) e num forte período de expansão econômica geradora de demanda por liquidez nos mercados financeiros internacionais. Se isso se confronta com a maior facilidade de levantar recursos (com menor controle) e a possibilidade de ganho especulativo no processo, temos que se observam vários elementos que influenciam no crescimento das operações financeiras internacionais captaneadas pelos bancos.

Contribuíram para as transformações do sistema financeiro internacional, não só as inovações financeiras no mercado norte-americano, como também as medidas restritivas ao fluxo de capital para o exterior adotadas pelo governo dos EUA, que acabaram por estimular a expansão dos bancos norte-americanos para o exterior e o surgimento de novos instrumentos financeiros (Ferreira e Freitas 1990).

Observa-se que não estamos tratando de expansão de recursos ininterrupta, há um movimento cíclico, que tem haver com os fatores instabilizadores do investimento, segundo a lógica observada por Keynes e um pouco mais detalhada em Minsky.

Para além destes determinantes existem outros de caráter mais geral. Ferreira e Freitas (1990) retomam estas questões e destacam vários fatores que influenciaram e estimularam o processo de internacionalização bancária a partir de meados dos anos 1960, entre os quais se destacam:

(i) a internacionalização da produção;
(ii) o acirramento da concorrência bancária internacional;
(iii) o crescimento do Euromercado;
(iv) os avanços nas comunicações e nos meios de transporte.

A criação do Euromercado, nesta época, foi de suma importância, pois a viabilidade de usar os depósitos em dólar fora dos EUA gerou a possibilidade de os mesmos serem utilizados como "*funding*" de operações de crédito na Europa. Como se estava em período de expansão mundial, geraram-se direitos em dólar fora dos Estados Unidos, que puderam se manter na Europa e serem aplicados em mercados financeiros americanos, não precisando permanecer nos Estados Unidos. Na medida em que o dólar era a moeda básica do sistema, passam a crescer as operações nestes mercados na Europa. Vários bancos são abertos recebendo

depósitos em dólar e criando empréstimos em dólar, utilizando a lógica das inovações financeiras citados anteriormente. Os bancos lançam certificados de depósitos em dólar, possibilitando uma maior expansão destes empréstimos. Na medida em que nestes mercados *off-shore* os bancos centrais não atuam, os empréstimos interbancários passam a ser instrumentos centrais para a expansão, sendo que os grandes bancos passam a ser os emprestadores de última instância.

Assim, de acordo com Ferreira e Freitas (1990), ao longo dos anos 1960 e 1970 desenvolveram-se importantes inovações financeiras, dentre as quais o desenvolvimento de um mercado de transações interbancárias, que se transformou no mecanismo central do refinanciamento dos bancos internacionais. Ademais, o dinamismo do Euromercado, sobretudo após a duplicação dos preços do petróleo, foi sustentado pelos expressivos superávits dos países da OPEP, fontes importantes de depósitos e de aplicações financeiras em dólar nos membros europeus.

Também nesta época estes mercados expandem o lançamento de papéis. Uma importante inovação foi o "*eurobond*", título de longo prazo emitido no Euromercado por corporações industriais e Governos, subscrito por bancos internacionais; e as "*Floating Rate Notes*" (FRN), que são títulos de dívida direta de médio e longo prazo, pagando juros a taxas repactuadas em intervalos de tempo de três a seis meses, com base em uma taxa internacional de referência - LIBOR. Verifica-se, segundo Minsky (1986), a disseminação dos certificados de depósitos que, na década de 70, são substituídos pelos *commercial-papers* (títulos de curto-prazo, emitidos por empresas não financeiras e sem garantia real).

Então, paralelamente ao desenvolvimento do euromercado e à expansão das atividades bancárias internacionais, verificou-se o rápido desenvolvimento de outros centros financeiros internacionais – "*off-shore*" (mercados que podem transacionar com moedas diferentes) - que se distinguem dos sistemas financeiros domésticos, uma vez que as transações efetuadas em moedas estrangeira são livres dos impostos e controles que incidem sobre a atividade bancária doméstica; esses centros se destinam , sobretudo, às operações com não residentes.

Estas inovações fizeram com que os bancos tivessem maior flexibilização da atividade de geração de liquidez através de operações passivas, podendo através dos novos instrumentos buscar recursos para financiar empresas.

Como os Bancos Centrais passam a ter menos controle sobre a criação de moeda destaca-se um duplo movimento (Corrêa, 1996):

i) De um lado, gera-se forte expansão do endividamento, com fortes impactos inflacionários – isto leva os bancos a adotarem mecanismos de proteção contra a desvalorização de seus empréstimos: adotando-se o mecanismo do juro flutuante e jogando-se os possíveis desajustes para os devedores;

ii) De outro lado, cresce sobremaneira o movimento internacional de capitais por empréstimos bancários. Além de se aumentar a magnitude dos mesmos, a capacidade de controle sobre a criação da moeda fiduciária gerada fica fortemente comprometida. A expansão dos empréstimos passa a ter um forte elemento especulativo – gerando crescimento dos movimentos da conta capitais. Além deste crescimento, gera-se também um potencial grande de instabilidade destes fluxos, na medida em que eles podem crescer excessivamente nos momentos de expansão e serem bruscamente retraídos em momentos em que houver uma reversão de expectativa.

Na medida em que os fluxos da Conta Capital dominados por empréstimos bancários se tornam mais fortes do que os fluxos de bens e serviços, e que se coloca a possibilidade de alterações bruscas e inesperadas destes fluxos, observa-se modificações no nível de câmbio dos países, o que não tem a ver com movimentos do "lado real" de movimentos de bens e serviços, mas que podem estar articulados a movimentos especulativos da conta financeira do Balanço de Pagamentos. O modelo do padrão dólar-ouro, ancorado na idéia de câmbio fixo começa a desmoronar.

Como conseqüência dessas inovações e do fim do padrão dólar-ouro, houve uma ampliação dos fluxos de créditos privados dirigidos aos países em desenvolvimento - o que foi feito essencialmente através do sistema bancário internacional privado. Até o início dos anos 1970, era restrito o acesso desses países às fontes privadas; entretanto após o "choque" de petróleo de 1973, vários fatores atuaram no sentido de facilitar o ingresso dos países do Terceiro Mundo no mercado internacional de crédito. Em contrapartida à expansão do crédito privado, a dívida total dos países não-exportadores de petróleo cresceu extraordinariamente, sendo que grande parte dela passou a ser efetuada com juros pós-fixados.

A partir de 1979, com o segundo choque do petróleo e a brusca elevação das taxas de juros internacionais, geram-se impactos profundos sobre a conta serviços dos países

devedores, e estes passaram a enfrentar crescentes dificuldades para obter recursos externos, de modo a financiar os desequilíbrios de seus balanços de pagamentos. Com a relutância dos bancos privados em aumentar a exposição de seus *portfólios* de empréstimos, os países devedores foram obrigados a recorrer aos créditos de curto prazo, o que os tornaram muito mais vulneráveis às flutuações dos juros (juros flutuantes) (Ferreira e Freitas, 1990).

Ao final dos anos 1970, na medida em que os juros interbancários americanos se elevaram bruscamente, os países devedores (que deviam com cláusula de juros flutuantes) sofreram grande impacto negativo em suas contas. As dificuldades de pagamento se somam com a fuga dos capitais voluntários, obrigando a que os Estados Nacionais se endividassem para tentar fechar o balanço de pagamentos. O ajuste se dava através da exigência aos países em dificuldade a se adequarem às regras determinadas pelo mercado: redução de gastos públicos, para garantir o pagamento prioritário dos juros.

Paralelamente as falências de corporações industriais e de bancos nas economias desenvolvidas acarretaram redução da liquidez internacional, em razão da retração dos bancos de menor porte pela inadimplência dos devedores, e da crescente desconfiança dos investidores em relação à solidez do sistema bancário. Assim, a fase do crédito barato e farto cedeu lugar, no início dos anos 1980, à fase do crédito caro a prazos curtos.

Verifica-se, portanto, que o sistema financeiro internacional, vem passando desde os anos 1960 por profundas alterações em sua estrutura e forma de funcionamento, o que tem afetado o perfil dos fluxos de capital e a articulação dos países com o setor externo. No caso dos países que não têm moeda forte, verifica-se que a vasta oferta de capitais dos anos 1970 levou a uma grande expansão de empréstimos externos e ao aumento do endividamento privado externo, mesmo tendo permanecido a existência de controle de capitais do lado de fluxos de balanço de pagamentos dos países periféricos. Do lado de fluxos bancários houve forte liberdade, o que gerou o crescimento do endividamento e da vulnerabilidade externa dos países, ainda que do lado do movimento vinculado ao mercado de capitais houvesse forte controle.

No início da década de 1980, o processo de mudança dos mercados financeiros assumiu novos contornos, marcados pela aceleração no ritmo de desenvolvimento e introdução de novos instrumentos financeiros, pelo avanço da desregulamentação dos mercados financeiros domésticos dos países desenvolvidos e pelo aumento da concorrência entre as

instituições financeiras. As mudanças que se efetuaram foram uma tentativa de contornar a crise financeira internacional e acabaram por aprofundar ainda mais o potencial especulativo do sistema.

Quanto às transformações, destaca-se a substituição de parte dos fluxos internacionais de crédito dos empréstimos bancários pelos mercados de crédito direto, com a crescente participação de novos instrumentos financeiros na estrutura financeira internacional, ao lado da maior integração dos mercados financeiros domésticos ao mercado internacional. Estas transformações têm a ver com o processo de securitização.

### 1.1.2- As inovações financeiras dos anos 1980 – os novos detentores de liquidez e a modificação do perfil do fluxo de capitais.

As inovações financeiras nos anos 1980 têm uma lógica que busca atender três questões básicas que se colocaram nos mercados financeiros a partir do final dos anos 1970:

(i) buscam contrabalançar o potencial de instabilidade dos juros e do câmbio que se mostraram altamente instáveis no final dos anos de 1970;

(ii) visam alcançar alternativas de financiamento mais baratas e que não perpassam necessariamente pelo sistema bancário altamente problematizado;

(iii) tentam flexibilizar as operações de ativos e passivos com o intuito de que credores e devedores tenham a expectativa de que suas aplicações/dívidas não se encontram em uma única posição de rigidez em mercados marcados pela instabilidade.

As recentes mudanças estruturais e as inovações financeiras foram alavancadas por três fatores (Ferreira e Freitas 1990). Como primeiro fator temos a forte elevação da taxa de juros, no início da referida década, e a contínua volatilidade das taxa de juros e câmbio, que fazem com que os intermediários financeiros passem a desenvolver mecanismos de "*hedging*" pós 1973 para se protegerem do risco das transações envolvendo seus ativos e passivos.

O segundo fator está associado à mudança verificada a partir de 1982 nos fluxos internacionais de liquidez, em decorrência da queda nos superávits dos países exportadores de

petróleo; à recuperação econômica dos países desenvolvidos; à transformação dos EUA em captador líquido de recursos e à crise dos países devedores do Terceiro Mundo.

O terceiro fator são as mudanças ocorridas nas estruturas de regulamentação dos mercados financeiros domésticos, visando a redução da rigidez estrutural e das barreiras à concorrência nos mercados financeiros domésticos.

No que tange às inovações financeiras da década de 1980, se destacam principalmente dois novos instrumentos: o processo de *securitização* e, desenvolvimento do mercado de derivativos.

(i) O processo de **securitização** envolve o crescimento de operações com títulos (securities) nos mercados financeiros. Isso se deu porque a nova estrutura institucional emergente nos anos 80 instituiu uma grande flexibilização dos ativos das instituições bancárias, passando estes a serem negociados no mercado de capitais, ou seja, os investidores tomadores de empréstimos recebem certificados que podem ser negociados no mercado secundário. Assim, os tomadores de recursos passam a fazer emissão direta nos mercados de títulos, ao invés de captar recursos junto ao mercado de crédito.

Neste processo dois aspectos devem ser destacados: há um maior endividamento via lançamento de títulos (securities); e a crescente operação com títulos e diversidade da natureza dos mesmos, faz também aparecer novas engenharias financeiras. Nesta esteira temos o movimento em que os bancos, além de emitirem títulos, transformam operações de crédito em operações com títulos.

O processo de securitização, ou seja, o lançamento de títulos de dívida direta (securities) para a alavancagem de recursos tem crescido devido, do lado dos aplicadores, haverá desconfiança dos aplicadores quanto à qualidade dos ativos dos grandes bancos internacionais, dessa forma, cresce a busca por novos ativos líquidos e mais seguro. Do lado dos devedores, as grandes corporações percebem que poderiam, elas próprias, emitir um título de dívida e negociá-la no Mercado Financeiro Internacional, pois o custo envolvido poderia ser muito inferior àquele associado à obtenção de empréstimos bancários.

Assim, o eixo principal das inovações financeiras, ao longo da década de 1980, tem sido a emissão e compra de *securities* (título de dívida direta ou bônus) pelos bancos comerciais, bem como operação de *underwriting* (subscrição).

Os principais títulos de dívida direta criados e utilizados neste processo são o *Floating Rate Note s*(FRN) – títulos de médio e longo prazo, a taxa de juros flutuantes. Estes títulos são listados nos mercados de capitais e as taxas de juros são repactuadas periodicamentev (3 a 6 meses). *Notes Inssuance Facility* (NIF) que são um compromisso financeiro de médio prazo em que o demandador de crédito emite bônus de curto prazo, garantido por um banco comercial por meio de operação de subscrição (*underwriting*). RUFUS (*revolting underwriting facilities*) é uma modalidade de colocação de título, que separa a função dos agentes que colocam o papel (*lead manager* ou um consórcio de agentes) daqueles que subscrevem os títulos. O distribuidor acaba tendo o controle do processo podendo ganhar com a diferença entre o valor de face e o valor conseguido com a colocação do título. *Commercial Paper* são títulos de curto prazo que se assemelham às NIFs, mas os bancos não subscrevem as emissões e nem garantem o crédito adicional, com isso os bancos diminuem suas responsabilidades frente ao tomador com estes papéis.

Além desses títulos de colocação direta no mercado de capitais, com o crescimento do mercado secundário houve também inovações que transformaram empréstimos bancários (crédito) em títulos negociáveis. Dentre eles podemos citar (Corrêa, 1996): crédito direto securitizado; *transferable loan facility* – venda de empréstimos concedidos, mas os empréstimos não ficam no ativo dos bancos, sendo que os aplicadores recebem certificados passíveis de negociação; *loan backed* ou *asset backed securities* - a instituição financeira ajuda a emitir os títulos e colocá-los no mercado, em troca de um fee (ativo dado como garantia); *leveraged recapitalization* – funciona como uma reestruturação financeira, isto é, transformação de um empréstimo em *securitie*, sendo usada para viabilizar projetos de readequação da estrutura de propriedade ou mesmo produtiva das empresas (públicas ou privadas) que tenham dificuldade de captação para executar o projeto em questão.

O pleno desenvolvimento da securitização só foi possível pelo desenvolvimento conjunto dos mercados e mecanismos de proteção de riscos contra as variações nos preços dos ativos, ou seja, o mercado de derivativos. Essa proteção era uma demanda tanto dos aplicadores em títulos, como dos tomadores de recursos, pois o *hedge* fornecia maior segurança ao investimento.

(ii) O surgimento do mercado de **derivativos** – futuros, opções e *swaps* – surgiu para neutralizar os riscos de variações dos preços dos ativos financeiros, por vigorar a alta volatilidade dos juros e câmbio, em um contexto de globalização. O risco de perda de preço ou de mercado relaciona-se a possibilidade de variações inesperadas nos valores contratuais, decorrente de mudanças nas condições conjunturais da economia, em geral e dos mercados financeiros, em particular. Diante dessas fontes de risco na gestão da riqueza, os agentes procuram desenvolver instrumentos que neutralizem ou atenuem seus graus de exposições à perda.

Diante de um quadro de flutuações no índice das taxas de juro, na valorização ou desvalorização da moeda, no índice da valorização das bolsas, dentre outras; os agentes, através de uma operação de *hedge* podem transferir o risco de preço para uma data futura, mas o risco em si não deixa de existir. Para que estas operações ocorram, parte-se do pressuposto de que existe diversidade de opiniões entre os agentes, de modo que a troca da variação dos contratos possa ser realizada. A participação do especulador é fundamental nesse processo. Mediante o recebimento de prêmios e a possibilidade de obterem ganhos a partir de arbitragens nos diferentes mercados, esses agentes passam a assumir os riscos de variação de preços dos ativos, em função das expectativas quanto ao que vai ocorrer nos valores (cotações) dos preços e das taxas de mercado. É importante ressaltar também que as operações com os instrumentos de derivativos envolve apenas a negociação das variações dos contratos, não o principal. Essas operações com derivativos são garantidas por uma câmara de compensação inserida na Bolsa de Valores. Na câmara de compensação os *delears* (intermediários financeiros) têm que fazer um depósito de garantia, antes de realizarem as operações financeiras.

Como exemplo desses contratos nos mercados financeiros, podemos citar contratos de compra e venda a futuro, os *swaps* de juros e de câmbio, de opções de juros e câmbio, as *Forward Rate Agreement* (FRA). Esses novos instrumentos reduziram significativamente o risco de crédito associado à prática do *hedge*, uma vez que não envolvem o principal.

Os contratos de compra e venda a futuro ocorrem em um mercado organizado, em que estes regulam as condições para a realização de uma operação de compra e venda de um determinado contrato financeiro em data futura. Neste contrato o vendedor e comprador aceitam o valor a ser pago no futuro por este título. *"Na verdade, trata-se de um mercado de*

*hedge contra o futuro e normalmente, antes da data fixada para a entrega do instrumento financeiro, o comprador e vendedor vão realizar uma operação inversa e cancelar o compromisso assumido*" (Corrêa, 1996: 61).

As opções de juros e de câmbio são definidas como sendo um *"contrato por meio do qual o comprador (buyer) adquire o direito (mas não a obrigação) de comprar ou vender um instrumento financeiro a um preço fixo em data futura, do vendedor (writer), o qual recebe o pagamento de uma quantia fixa (prêmio)"* (Ferreira e Freitas, 1990: 51). Com este instrumento, o comprador só realizará a opção se a variação no preço do ativo for a seu favor, podendo ocorrer ganhos substanciais, enquanto que o vendedor da opção fica sujeito a grandes perdas, seu ganho se limita ao prêmio pago pelo comprador (se este não efetivar sua opção). A vantagem do vendedor, por outro lado, vincula-se a inexistência de risco de crédito.

Outra forma de precaução contra variações imprevistas são os *swaps* de juros e câmbio, que são uma operação financeira por meio da qual dois agentes trocam entre si fluxos de pagamentos, ao longo de determinado período de tempo, referido a um determinado valor.

Outro instrumento é o FRA - semelhante a um contrato futuro de taxa de juros – os agentes envolvidos estabelecem uma taxa a ser paga, a ser liquidado em data futura, sem que seja pago o valor principal.

O principal aspecto desse conjunto de inovações no mercado de derivativos é permitir desvincular o risco de crédito do risco de mercado de novos empréstimos, devido às variações imprevistas nos juros e câmbio, porque o próprio processo de securitização não garante a segurança dos agentes contra risco de mercado. Dessa forma, essas novas operações financeiras são mais adequadas a pratica do *hedge finance*, caracterizadas por maior flexibilidade e menor risco de crédito (risco de *default* do devedor), garantindo ao devedor uma proteção quase perfeita de seu risco de mercado.

(iii) **investidores institucionais**: paralelamente ao surgimento dos mercados de *securities* e derivativos, houve um movimento no sentido de globalização do comportamento do investidor, ou seja, os investidores institucionais como companhias de seguro, fundos de pensão, fundos mútuos passam a dominar a demanda por ativos emitidos no Mercado Internacional de Capitais. A dominância de investidores nos mercados de capitais só foi possível com a alteração na estrutura de regulamentação dos mercados domésticos. Houve

uma tendência para a desregulamentação. A desregulamentação financeira pressupõe a internacionalização e a liberdade dos movimentos de capitais, envolvendo, porém, a integração dos mercados financeiros, de capitais domésticos e *offshore*. Processo este que ficou conhecido como globalização financeira. Esta garante o acesso dos investidores ao conjunto de instrumentos negociados nas diversas economias e permite o monitoramento global dos riscos. Ademais, amplia as oportunidades de gestão de riqueza, de arbitragens e de especulação, devido ao aprofundamento dos mercados secundários. Vale destacar também que a institucionalização dos mercados faz com que os agentes executem rapidamente as decisões de investimento e ajuste de *portfólio* a um custo mais baixo para a negociação das ações e bônus, aumentando o giro (*turnover*) nos mercados de ações (Ferreira e Freitas, 1990).

Concluímos, assim, que com as transformações dos mercados financeiros, durante a década de 1980, grande parte dos recursos flui para compra e venda de papéis por parte dos investidores institucionais e não mais via crédito bancário (há uma perda de importância relativa das chamadas instituições de depósitos). Isto é mais instável e leva a uma dinâmica muito específica dos capitais internacionais, que pressionam pela liberalização dos mercados financeiros. Por outro lado, esta dinâmica que envolve o fluxo contínuo de capitais inter países destaca a existência de uma hierarquia de papéis. Os capitais buscam conhecimento mínimo dos mercados a que se dirigem com o intuito de saber se há problemas de pagamento em moeda forte. De outro lado, os fluxos para os países considerados de maior risco, envolve a possibilidade de estes riscos serem cobertos e de haver a possibilidade de arbitragens.

## 1.2- ANOS 1980/1990 E A VOLTA DO DEBATE DA LIBERALIZAÇÃO

O retorno do fluxo de capitais e o início do processo de liberalização na década de 1990 nos países em desenvolvimento contribuíram para diminuir tanto a restrição externa, quanto os desajustes financeiro e fiscal do setor público ocorridos com a instabilidade macroeconômica dos anos oitenta. No entanto, *"a ampla liquidez internacional gerou novos desafios para a política macroeconômica por seus fluxos serem voláteis e de curto prazo (como foi visto com as alterações financeiras na década de 80 e 90), e seus determinantes, em*

*grande parte estarem associados a uma dinâmica exógena aos países, fazendo com que o controle sobre esses fluxos tornasse uma das preocupações centrais da política econômica"* (Prates, 1999:65).

Como a análise central do nosso trabalho envolve fluxos de capitais pós-período de liberalização financeira, que se inicia na década de 1990, levantaremos os pressupostos teóricos analíticos sobre o tema, indicando que existem vertentes teóricas que defendem a liberalização, como aquelas que são a favor do controle de capitais.

### 1.2.1- Discussão Teórica

As pressões para a maior liberdade dos fluxos de capitais estão articulados a novas justificativas teóricas que embasaram a volta da perspectiva da liberalização financeira.

Teoricamente este debate esteve ligado no passado à idéia de que mercados "eficientes" deixados a sua própria lógica alocativa promovem a distribuição "ótima" dos recursos, não cabendo intervenção.

A partir da década de 1980 vemos o argumento de defesa dos mercados livres e não regulados voltar com toda a força apresentando diferentes nuances.

Na perspectiva teórica que tem como pano de fundo a liberalização, organizaremos o debate para levantar as questões principais que nos dispomos a trabalhar. Nosso intuito não é o de fazer uma resenha exaustiva dos vários argumentos teóricos[1]. Pretendemos levantar três linhas básicas de argumentos que têm influenciado o debate atual.

O intuito é organizar o debate em três grandes perspectivas: (i) aqueles que defendem a liberalização usando uma abordagem mais ortodoxa, sendo que centraremos a discussão na "teoria de repressão financeira". Autores dentro desta linha de argumento são Mckinnon (1973) e Shaw (1973); (ii) aqueles que criticam a liberalização, mas usando um arcabouço teórico muito ligado ao viés dos mercados eficientes. Esta argumentação está centrada no trabalho de Stiglitz (1996 e 2001) que enfatiza que existem "falhas de informação" no mercado, levando ao risco de moral *hazard* e seleção adversa; (iii) aqueles que criticam a

[1] Para este debate ver, por exemplo, Cardim de Carvalho e Sicsú, 2002 e Aldrighi, 1997.

liberalização por considerarem a incerteza como uma característica central das economias capitalistas. Nesta visão os principais autores são Keynes (1973), Minsky (1980), Davidson (1998) e Kregel (l980).

(i) Mackinnon mostra uma inadequação da teoria neoclássica[2] para descrever economias de países emergentes, pela hipótese que esta faz de mercados de capitais perfeitos, negando as incertezas advindas das imperfeições de informação no mercado de crédito, que são acentuadas nos países em desenvolvimento. O autor assume a existência de "imperfeições" no mercado de capitais e considera significativa a indivisibilidade dos fatores de produção. Destaca ainda que as incertezas no mercado são geradas pela "informação imperfeita", que tem impactos sobre a demanda por moeda no presente e sobre as expectativas futuras.

Mckinnon também critica os teóricos do *mainstrean* que argumentam que a moeda como meio de troca constituía a única variável financeira contemplada, ignorando qualquer aspecto do desenho do sistema financeiro institucional. Na tese de complementariedade entre moeda e capital físico de Mckinnon, ele critica as idéias do mainstrean porque eles têm como premissa a existência de mercados de capitais perfeitos, em que as taxas de retorno dos ativos, ajustados ao risco se igualam. Ademais, a tecnologia é única e há plena divisibilidade dos insumos. Nesta linha, o autor também faz uma crítica aos estruturalistas a respeito de que o processo de desenvolvimento leva a uma inevitável inflação, porque partem do falso pressuposto de que este processo exige poupança forçada e geração de crédito subsidiado a taxa de juros inferiores às de mercado.

Para Mckinnon estas teorias são inadequadas para focalizar economias dos países menos desenvolvidos. Para ele há uma especificidade nos mercados financeiros dos países que exigem um modelo alternativo. Para o autor deveria haver uma complementariedade entre saldos monetário e capital físico. O trabalho de Shaw (1973) complementa as idéias de Mckinnon ao colocar os intermediários financeiros como papel central na alavancagem de recursos para o desenvolvimento. O autor destaca que maiores taxas de depósito incentivam os investidores a poupar, aumentando os "fundos emprestáveis" nos bancos. Estes alocariam os fundos para projetos mais eficientes, o que geraria maior crescimento econômico.

---

[2] A teoria neoclássica tem como premissa a existência de mercados de capitais perfeitos, em que as taxas de retorno dos ativos ajustados ao risco se igualam (Aldrigh, 1997:33).

Porém, os trabalhos de Mckinnon e Shaw geram debates e oposições, principalmente no âmbito do *mainstrean*. De um lado, os que se aliam ao paradigma da repressão financeira, que trabalham com modelos formalizados como Mackinnon, Shaw, Fry, Galbis. De outro lado, os críticos ao paradigma como Taylor, Dornbusch, Giovanni.

O argumento de Mckinnon é de que nos países em desenvolvimento prevalece a segmentação nas taxas de juros reais devido à existência de subsídios. De início a intermediação estatal justificava-se por contribuir com a atenuação das distorções de preços derivadas da exclusão do mercado de segmento consideráveis da população. Mas os governos destes países passaram a generalizar o uso discricionário dos preços como alavanca da industrialização. Isto acabava gerando distorções adicionais, isto é: fragmentação no mercado de fatores, ineficiência no uso de fatores, ineficiência na adoção de tecnologias, acomodação empresarial.

A superação destes entraves exigiria a adoção de políticas liberalizantes. A liberdade do fluxo de capitais aumentaria a taxa de juros de depósitos repercutindo numa elevação da poupança e do investimento, e haveria uma alocação mais eficiente de recursos, conseqüentemente haveria a unificação dos mercados de capitais.

O autor explica este fato através do que convencionou chamar "paradigma da repressão financeira". O excesso de controle do governo reduz os fundos emprestáveis em função das baixas taxas de juros dos depósitos, em relação às taxas definidas pela livre movimentação dos mercados, desestimulando os detentores de recursos a aplicar o excedente financeiro no sistema bancário organizado. Assim, os recursos estariam sendo alocados de modo ineficiente. O racionamento de crédito implicado pela repressão financeira pode inviabilizar projetos de investimento de elevada produtividade, caso o empresário não disponha de recursos próprios.

Por isso, as políticas adotadas até então pelos países em desenvolvimento provocavam distorções: as taxas de juros de depósitos administradas juntamente com alocação seletiva de crédito reduziam os fundos emprestáveis e ampliavam a restrição ao financiamento externo, causando impactos negativos sobre o crescimento da produtividade. Como o volume de investimento fica condicionado pela capacidade de autofinanciamento das empresas só os mais ricos estriam capacitados financeiramente a inovar.

Porém, nestes países os ambientes financeiros são reprimidos, isto é, há uma expectativa de um alto risco de *default*, que condiciona os empréstimos; há um forte

financiamento. Então o investimento nestes países só seriam feitos através de acumulação prévia de ativos líquidos, mas isso seria desestimulado caso a posse de moeda não fosse atraente ou fosse desestimulada. Neste caso, para o autor, deveria haver uma complementariedade entre moeda e capital físico.

A moeda, nos países em desenvolvimento, é o principal ativo financeiro. A atração desta depende de seu retorno real (taxa nominal de depósitos menos a expectativa da inflação futura). Quando o governo intervém na economia e fixa as taxas de juros em níveis muito reduzidos os bancos optam por depositar a taxas ainda menores isto "desestimula os poupadores"; reduzindo-se os fundos emprestáveis. Ou nas palavras de Mckinnon, (1973:15):

> *"(...) um menor volume de poupança e a fragmentação do mercado financeiro, com a canalização de recursos para os mercados informais e para hedge de inflação (ouro, moeda estrangeira, dentre outras) reduzem os fundos emprestáveis".*

Isso seria perverso para as empresas de menor porte frente ao excesso relativo de demanda por empréstimos, porque os bancos preferem emprestar para empresas melhores colocadas. Com isso, a restrição financeira ao desenvolvimento econômico deve ser removida através de reformas que visem o incremento da taxa real de retorno e não através de políticas monetárias inflacionárias que rebaixam esta taxa.

No entanto, as Autoridades Monetárias poderiam interferir na demanda real de moeda $(M/P)^d$, via administração direta na taxa nominal de juros dos depósitos, via controle da oferta nominal de moeda, influenciando a inflação presente e a expectativa da inflação futura. As taxas de juros reais elevadas favorecem a acumulação de capital físico, porque tornam interessante a posse de saldos monetários reais, pois elevam o custo de oportunidade de investimento em capital físico auto-financiado (investimentos de baixo retorno são preteridos). Além disso, podem aumentar a propensão privada a poupar e investir.

Estas medidas rebaixam a expectativa de inflação futura; elevam a taxa de retorno real pela posse de moeda; promove a expansão da demanda real de moeda expandindo a oferta de crédito. A expansão de crédito promoveria o desenvolvimento sócio-econômico dos países em desenvolvimento.

Na opinião de Mackinnon a superação das distorções financeiras nestes sistemas financeiros exigiria a adoção de políticas financeiras liberalizantes. O livre movimento dos fluxos de capitais favorecia a redução das diferenças nas taxas de retorno, estimulando a captação de recursos via mercado bancário organizado; aumentaria os "fundos emprestáveis", promovendo a expansão da poupança e do investimento, gerando crescimento econômico.

Mesmo indicando a abertura financeira como central a política em relação à mesma deveria ser, no entanto, seletiva e o processo de liberalização deveria se dar por etapas. Segundo o autor, a simultaneidade do processo de abertura poderia levar a um superendividamento externo e a valorização cambial, uma vez que, sem a repressão financeira, as taxas de juros domésticas seriam superiores às internacionais, provocando uma entrada maciça de capitais. Para isso, Mackinnon segue a seguinte estratégia.

Em primeiro lugar, devem-se enfrentar as restrições financeiras internas com uma reforma fiscal que eleve a poupança pública e uma política de taxa de juros reais elevadas, que amplie a poupança privada canalizada pelo sistema bancário. Esta primeira reforma levaria a estabilização e promoveria o crescimento. Em segundo lugar, está a desregulamentação financeira interna.

A inicialização da abertura externa daria início a terceira etapa: a unificação do mercado cambial *"para acabar com as discriminações contra exportadores e/ou importadores potenciais"*. (Carcanholo, 2002). A quarta etapa é a abertura comercial. Esta também deveria se dar de forma seqüencial. Primeiramente, haveria a desvalorização da taxa de câmbio para reduzir o viés anti-exportador das economias fechadas, a fim de prevenir déficits na balança comercial. Juntamente a esta etapa seriam eliminadas gradualmente as quotas de importação. As quotas seriam convertidas em tarifas, de forma a acabar com as barreiras não-tarifárias. Por último, as tarifas de proteção seriam reduzidas, as quotas não seriam mais utilizadas para equilibrar o Balanço de Pagamentos, estabelecer-se-ia a plena conversibilidade em conta corrente.

Dada a abertura comercial, a quinta e última etapa seria a liberalização financeira externa que elevaria o grau de abertura financeira. Isto significa a maior mobilidade com, que os residentes de um país podem adquirir ativos e passivos em moeda estrangeira e os não-residentes podem operar nos mercados financeiros domésticos.

> "*Todas essas reformas deveriam ser precedidas de uma estabilização macroeconômica que garantisse a credibilidade para a implementação das primeiras. A implementação desta seqüência ótima de reformas liberais garantiria o cumprimento de uma disciplina econômica, que sustentariam a continuidade de entrada de capital externo que financiaria o desenvolvimento econômico*" (Carcanholo, 2002:33).

Na década de 1990 a ocorrência de crises financeiras e cambias levaram os ortodoxos a reconhecer que a seqüência das reformas é importante, mas é insuficiente e pode levar à instabilidade financeira e crises cambiais. Estas instabilidades se dariam pelas informações imperfeitas de mercado, isto é, o caráter incompleto das informações relevantes para a tomada de decisões dos agentes nos mercados, em um ambiente de abertura financeira, levariam a algumas ineficiências nos mercados, tais como: (a) racionamento de crédito; (b) seleção adversa; (c) risco moral; (d) comportamento de manada, agentes sem informações seguem aqueles que pretensamente possuem informações relevantes para a tomada de decisão (Carcanholo, 2002: 33/34).

Essas distorções nos mercados causados pelas informações assimétricas exigiriam a intervenção governamental para fornecer um mercado mais estável aos agentes, e estes poderem fazer o melhor uso das informações disponíveis da melhor forma possível. Dentro desta linha encontramos os trabalhos de Stiglitz (1996 e 2001) que veremos no próximo item.

Ainda dentro da primeira linha de discussão e com argumentos próximos de Mckinnon e Shaw, podemos citar o trabalho de Fisher[3](1998):

> "*O mais forte argumento em prol da liberalização é o de que os benefícios potenciais ultrapassam os custos. Movimentos livres de capitais facilitam a alocação global eficiente de poupanças e canalizam recursos para seus usos mais produtivos, aumentando assim o crescimento econômico e o bem-estar. Do ponto de vista da economia internacional, contas de capital abertas apóiam o sistema de comércio multilateral ao alargar os canais pelos quais os países podem financiar o comércio e o investimento e atingir níveis mais altos de renda. Fluxos internacionais de capitais expandem as oportunidades para diversificação de portfólio, oferecendo assim aos investidores, tanto nos países industriais como nos em*

[3] *Á parte cabe notar o argumento falacioso de Fisher de que a liberalização deve ser adotada porque é o que um país desenvolvido faz"* (Carvalho e Sicsú, 2002:12).

> *desenvolvimento, o potencial de se alcançar taxas mais altas de retornos ajustados pelo risco"* (Fisher, 1998: 02/03).

Outro autor que podemos citar é Fama (1980), que argumenta que sob a hipótese dos mercados eficientes os preços refletem toda a informação disponível para os agentes econômicos. Ao adicionar a esta teoria a hipótese de expectativas racionais, está se pressupondo que os agentes econômicos fazem o melhor uso das informações disponíveis em suas previsões dos preços futuros dos ativos. Deste modo, os sinais de mercado procedem informações suficientes para a previsão dos eventos futuros, permitindo, assim, que os agentes formem suas expectativas racionais como base para as decisões maximizadoras das funções utilidades. Portanto, os agentes baseiam suas posições de mercado no processamento eficiente de toda informação disponível, que incide na presente rentabilidade do ativo[4].

(ii) Stiglitz (1996 e 2001) é um dos mais conhecidos autores (novo-Keynesiano) que abordam sobre a assimetria de informações. Este autor parte do suposto de que os mercados financeiros podem não ser eficientes, o que reduz a eficiência de preços na obtenção da alocação ótima de recursos. Daí a necessidade de controles de capitais, porque os mercados são imperfeitos, ao contrário de Mckinnon que argumenta que a liberalização financeira seria o "remédio" para tal imperfeição.

Segundo o autor, o não conhecimento por igual de informações entre as partes envolvidas em um contrato reduz a eficiência do sistema de preços na obtenção da alocação ótima de recursos, pois a assimetria de informações dá origem a fenômenos de risco de *moral* e seleção adversa, levando à redução do conteúdo informativo dos preços de mercado, gerando situações de racionamento. A existência de assimetria de informações nos mercados financeiros resulta do fato de um participante deste mercado com freqüência não saber o suficiente sobre outro participante para tomar uma decisão mais precisa com respeito à transação. Esta insuficiência ou assimetria de informações pode afetar o comportamento do

---

[4] Outros argumentos muito semelhantes das vantagens da liberalização podem ser encontrados, por exemplo, em Levine (2002); Johnston e Tamirisa (1998).

tomador (risco moral) ou o grau de risco do solicitante de crédito (seleção adversa), gerando um racionamento no crédito.

Dessa forma, face à existência de falhas de mercado causadas por assimetrias de informações, os controle de capitais – sob a forma de impostos ou controles quantitativos, podem ser úteis para corrigir alguma distorção no mercado que não possa ser corrigido de outra forma. *"Nesta linha de argumentação Stiglitz ressalta cautela nos processos de liberalização financeira, recomendando a intervenção do Estado na economia de forma mais benigna do que caracteriza o liberalismo"* (Carvalho e Sicsú, 2002: 15).

Outra argumentação em prol do controle de capitais, segundo Stiglitz (2001), é que movimentos rápidos de entrada e saída de capitais conduzem a grandes externalidades, ou seja, causam grandes danos à economia. A entrada excessiva de capitais tende a valorizar a moeda doméstica reduzindo a competitividade das firmas domésticas. Da mesma forma, saídas repentinas de capitais, levam a redução das reservas do país, conseqüentemente as empresas podem ter dificuldades para pagar suas dívidas, já que grande parte delas tomam empréstimos do exterior.

(iii) A liberalização é ainda mais criticada por autores (pós-Keynesianos) que consideram a incerteza sobre as decisões dos agentes em uma economia de mercado. Nesta visão, o mercado financeiro é marcado pela dependência da trajetória (*path dependence*), e as ações dos indivíduos são em parte influenciadas por dados objetivos e, em parte, pelo estado de confiança e *animal spirits*[5]. Estes argumentos levam a crer que os mercados não são eficientes. Para corrigir as distorções dos mercados, os autores destacam a necessidade de instituições financeiras que promova as regulações do mercado, a fim de diminuir as incertezas do futuro.

De acordo com Minsky (1980) e Kregel (1980) controles e regras devem ser adotados por instituições para coordenar os comportamentos dos agentes e controlar as crises e, com isso, diminuir as diferentes expectativas sobre o futuro.

---

[5] Para Keynes (1973) em uma economia de expectativas, na qual a incerteza não pode ser determinada, as tomadas de decisões dos agentes econômicos são realizadas a partir de convenções, isto é, o conhecimento intuitivo é de suma importância para a formação de uma crença racional. Nesse sentido, porque o futuro é incerto, os investidores seguem seu *animal spirits* – estado de confiança dos indivíduos construído a partir de convenções.

Dadvison reforça que sob um ambiente de incerteza, um atributo muito importante de qualquer ativo é seu prêmio de liquidez, isto é, o quanto mais rápido o ativo é convertido em moeda. A liquidez do ativo é maior quanto mais estável for a expectativa de que poderá ser vendido no mercado secundário, mas o mercado não poderá estar sujeito a variações bruscas na oferta e demanda. Assim, *"(...) a ordenação dos mercados, que envolve transações internacionais entre diferentes moedas, seria obtida pela imposição de controles de capital*" (Carvalho e Sicsú, 2002: 17):

> *"O uso judicioso de controles de capital pode promover a eficiência ao restringir qualquer mudança súbita na demanda por liquidez que afetasse adversamente a economia real. A função dos controles de capital é impedir que mudanças nas expectativas entre ursos e touros atropelem os market-makers e induza mudanças rápidas nas tendências de preços dos ativos, pois tal volatilidade pode ser conseqüências reais devastadoras"* (Dadvison apud Carvalho e Sicsú, 2002: 17).

A incerteza do futuro influencia nas decisões dos agentes em investir em ativos reais porque a indecisão do futuro pode ter impactos negativos nas variáveis reais da economia. Estes malefícios, na visão de Keynes, poderiam ser evitados através da intervenção governamental. O governo deveria ter a liberdade de implementar políticas econômicas que julgasse necessário para superar os entraves advindos dos efeitos adversos denominados por ele "das negras forças da ignorância". A proposta de Keynes era de que os controles de capitais pudessem dar mais autonomia para o governo adotar políticas de juros quando tivessem problemas na conta de capitais nos estatutos do FMI, na conferência de Bretton Woods (sistema de câmbio fixo em contraste com o sistema anterior de taxas fixas, o padrão-ouro). Keynes também chamava atenção de que os desequilíbrios causados pelo excesso de entradas de capitais deveriam ser evitados pelos controles. Neste sentido, a existência dos controles de capitais propiciam uma maior autonomia da política monetária e defende o país de choques externos.

### 1.2.2 – Trabalhos inconclusivos sobre os controles de capitais

Para os percussores da adoção de controles de capitais, a questão básica a saber está relacionada que os custos e distorções geradas pelos controles são mais do que compensados pelos seus potenciais benefícios.

De acordo com De Paula (1999), os custos incluiriam a possibilidade de retaliação de outros países, evasão de capitais por canais diversos, custos administrativos e a dificuldade de se quantificar o imposto necessário sobre o fluxo de capital, além de poder causar uma diminuição na alocação de recursos.

Os *benefícios*, por sua vez, visariam superar os problemas causados pelos fluxos de capitais externos à condução da política macroeconômica em pequenas economias, levando-se em conta: (i) o fato de que a transição de conta de capital fechada para uma aberta tende a levar a um afluxo massivo de capitais, com impactos instabilizantes sobre a taxa de câmbio, resultando em uma apreciação excessiva, ocasionando desequilíbrios no Balanço de Pagamentos; (ii) a perda de autonomia na política monetária e fiscal pelo Banco Central, tornando-o menos capaz de controlar a demanda doméstica, em função dos afluxos excessivos de capital; (iii) capitais especulativos geram oscilações alterações nos fluxos de capitais de curto prazo, que podem ser danosos para países emergentes.

Portanto, os benefícios dos controles de capitais, como já destacado, estão associados à manutenção da estabilidade da taxa de câmbio, a maior autonomia da política monetária e a preservação da estabilidade financeira e macroeconômica doméstica, que se efetivassem, justificaria os custos incorridos na adoção de controle de capitais.

Esta conclusão pode ser evidenciada a partir das literaturas abaixo:

(i) "Controles de capital podem proporcionar um alívio temporário para lidar com dificuldades relacionadas ao balanço de pagamentos e ajudar a reverter os fluxos de saída de capitais se combinado com políticas contracionistas envolvendo maiores taxas de juros. Controles podem servir para desencorajar fluxos de capitais instabilizantes de curto prazo e reduzir a vulnerabilidade de um país a mudanças nos 'humores do mercado'. Mas ele parece pouco efetivo em prevenir

saídas sustentadas de capitais ou evitar uma crise induzida por políticas macroeconômicas inconsistentes" (Cardoso e Goldfajn, 1998 : 167-8).

(ii) A análise anterior [sobre a efetividade e custos de controles sobre influxos de capitais de curto prazo] sugere as seguintes conclusões. Primeiro, para ser efetiva, a cobertura dos controles precisa ser abrangente, e controles precisam ser implementados de forma eficaz. (...) A efetividade dos controles parece ser limitada pelos mercados financeiros sofisticados, pois estes reduzem o custo da remessa "ilegal" de capitais em relação aos incentivos para tanto. Segundo, embora os controles de capitais pareçam ser efetivos em alguns países, é difícil estar certo de seu papel, dado os problemas envolvidos em separar o impacto dos controles daqueles que acompanham as políticas, que incluem o fortalecimento das regulamentações prudenciais, maior flexibilidade da taxa de câmbio e ajustamentos na política monetária. (...) A experiência de um número de países (i.e, Brasil e Tailândia) também sugere que o uso de controle sobre entrada de capitais pode não prover uma proteção última contra reversões nos fluxos de capital, se eles não forem acompanhados pelos necessários ajustamentos nas políticas macroeconômicas e fortalecimento do sistema financeiro. Nestes casos (como na Colômbia), confiar em controles de capital pode realmente atrasar os ajustamentos de política necessários, fazendo os ajustamentos eventuais mais severos" (Ariyoshi *et al*, 2000: 17).

(iii) "A principal motivação macroeconômica para controle sobre entrada de capitais era manter uma separação entre taxas de juros domésticas e estrangeiras enquanto se reduz a pressão sobre a taxa de câmbio. Controle parece ter tido alguma efetividade inicialmente, mas nenhum dos cinco países [Brasil, Malásia, Chile, Tailândia e Colômbia] parecerem ter alcançado ambos objetivos. Taxas de câmbio real apreciaram significativamente em todos os países (em menor extensão na Tailândia e Malásia), com maior ou menor deterioração nos saldos em conta corrente. Os controles não parecem ter sido efetivos em reduzir o total do nível dos influxos de capital (exceto na Malásia e Tailândia), mas parecerem ter, ao menos

parcialmente, sido bem sucedido em reduzir os fluxos de entrada de capital de curto prazo" (Ariyoshi *et al*, 2000: 15-6).

**(iv)** "Em suma, o consenso na pesquisa sobre controles de capitais tem sido que eles podem alterar a composição dos fluxos de capitais ou compelir uma pequena e permanente separação entre taxas de juros domésticas e externas, mas não podem sustentar indefinidamente políticas inconsistentes" (Neely, 1999: 26-7).

Conforme pudemos observar, no entanto, existe teoricamente a afirmação de que os mercados não são perfeitos. A perspectiva das assimetrias é mais próxima teoricamente daqueles que trabalham com a idéia de mercados perfeitos, pois esta situação não seria alcançada por falhas de informação. Já a perspectiva Keynesiana trabalha com a idéia de que o que existe não são falhas, e sim uma impossibilidade de informação completa. Keynes já chamava atenção para este fato na década de 1930, e os pós-keynesianos retomam vigorosamente o debate na década de 1970.

Tanto a perspectiva da assimetria de informação quanto a perspectiva keynesiana (principalmente esta) nos levam a questão de que existem diferenças entre os mercados, entre os tipos de títulos que afetam obviamente o movimento dos capitais.

Em termos da organização metodológica, então, é importante levantar o que determina a lógica dos fluxos de capitais, o que faremos na seção subseqüente. O que queremos levantar é que estes fluxos são fortemente direcionados por investidores que buscam a possibilidade de rápida reestruturação de portfólio e são fortemente dominados pela lógica de curto prazo. Como buscam a valorização em mercados do mundo inteiro, buscam informações que são concedidas por agências classificadoras de risco, que tem por trás a idéia de levantar informações que atendam à lógica dos aplicadores. Vejamos estes determinantes.

# CAPÍTULO II – A LÓGICA DOS FLUXOS DE CAPITAIS – O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE RISCO

Tendo em vista que grande parte dos fluxos de capitais se efetiva pela via de compra e venda de títulos por instituições não bancárias e bancárias, como investidores institucionais e grandes corporações, e que estes diversificam sobremaneira o seu *portfólio*, há sempre dificuldade de se definir o direcionamento dos recursos. Tendo em vista o perfil desses investidores, seria impossível que cada um dos operadores fizessem estudos detalhados de mercado para suas aplicações. Observando-se que esta nova fase das transações financeiras é marcada pela assimetria de informações entre aplicadores e tomadores de recursos. Estas assimetrias afetam os prêmios pelos riscos de créditos exigidos em qualquer operação de crédito e aquisição de títulos financeiros.

Neste sentido, as transações financeiras via mercado de capitais em grande volume só se desenvolvem quando se geram condições para atenuar o peso negativo das assimetrias de informação e incerteza: pela via de coleta e processamento de informações antes das operações; através da organização de contratos e monitoramento de sua execução de modo a controlar o uso dos recursos após o repasse; pelo estabelecimento de garantias de modo a minimizar as perdas em caso de inadimplência ou falência do devedor e, assim, elevar a disposição a pagar por parte desse devedor, dentre outros movimentos. Para esta análise surge uma nova institucionalidade capitaneada pelas Agências ou instituições – privadas e públicas – de classificação (*rating*) de riscos de crédito, que se inserem na coleta e processamento de informações antes das operações.

Tendo em vista a possibilidade de os agentes aplicarem em diferentes países, com diferentes tipos de papéis, a classificação efetuada por estas Agências é um importante indicador para o direcionamento dos fluxos, sendo que estes serão fortemente influenciados pelos resultados destes cálculos. Mais do que isso, os indicadores de risco e as classificações

resultantes dos mesmos passam a ter uma importância fundamental na formação da expectativa dos agentes.

A partir daí, estas Agências levantam os dados considerados necessários e emitem pareceres de *rating* sobre países e empresas. Estas indicações acabam por influenciar no direcionamento de recursos. Quanto, então, tratamos dos fluxos de capitais na atualidade, observamos que estes analisam o perfil do próprio país, que vai sediar tal aplicação. Uma das questões fundamentais é o questionamento de se este país teria condições e disponibilidade de divisas para garantir os recursos, quando este tem uma grande saída de capitais, devido, por exemplo, a crises financeiras internacionais. Seguindo esta demanda é que surgem os *ratings* tanto ligados ao risco soberano quanto àqueles ligados ao conceito de risco-país.

> "*A rigor, a presença de agências supridoras de ratings como mercadoria, constitui elemento necessário para que a oferta de recursos financeiros, em qualquer economia, não fique restrita a bancos, instituições com competência particular na coleta e processamento de informações sobre a qualidade de seus clientes, por conta da proximidade com estes que é intrínseca a suas operações. Dado o caráter distanciado e impessoal das relações entre aplicadores e captadores que diferencia os mercados de capitais – ações e títulos de crédito negociáveis e mercados secundários – das operações bancárias, o desenvolvimento de tais mercados supõe a disponibilidade dos serviços de rating"* (Canuto e Fonseca, 2003:08).

A partir daí a discussão dos determinantes das classificações de risco soberano e cálculo do risco-país são fatores que ajudam a influenciar especialmente os fluxos de curto-prazo.

Nesta parte do trabalho levantaremos elementos que influenciam fortemente no movimento dos fluxos de capitais na atualidade e que tem a ver com o cálculo do risco soberano e do risco-país. Em primeiro lugar é importante entender a diferença entre o risco soberano e o risco-país, que embora fortemente relacionados, dizem respeito a objetos distintos.

O risco soberano teoricamente está vinculado à avaliação da capacidade do Governo honrar suas dívidas, sendo calculado pelas Agências de *Rating*, que definem uma classificação de risco para cada país. Esta classificação se faz a partir de notas, sendo que estas se

distribuem com o intuito de indicar se as aplicações em ativos de determinado país são mais ou menos arriscados. Neste sentido, as notas se distribuem formando dois grandes grupos:

— Os que apresentam "grau de investimento"

— E os que são considerados "sub-investimento"

As Agências observam que rebaixar a classificação de risco de um país não quer dizer que o Governo do mesmo país não vá pagar suas dívidas; o que a classificação de risco pretende é indicar se determinado Governo tem uma maior, ou menor, margem de manobra para pagar suas dívidas e se pode vir a ter, ou não, um problema no fluxo de pagamentos.

Nesta linha, as classificações soberanas não têm como objetivo indicar quando uma moratória ocorrerá ou se o país enfrentará uma crise de Balanço de Pagamentos. As opiniões colocam que as notas são indicativas. Segundo elas, espera-se que os países com "grau de investimento" enfrentem menos impactos de crises e tenham maior capacidade para administrá-las do que os países da categoria "grau de sub-investimento". Estas agências destacam ainda que as classificações soberanas referem-se somente à capacidade e disposição do Governo Central honrar suas dívidas com credores privados. São, portanto, uma estimativa do risco soberano e não se referem aos créditos bilaterais e de instituições multilaterais como o Banco Mundial e o FMI, ou diretamente a probabilidade de inadimplência dos governos subnacionais, empresas estatais ou privadas (Bhatia, 2002).

O chamado risco-país é um conceito mais abrangente, que se reporta para além do risco soberano. Refere-se ao risco de inadimplência dos demais credores residentes em um país associados a fatores que podem estar sob controle do governo, mas não estão sob o controle das empresas privadas ou dos indivíduos (Claessens e Embrechts, 2002 apud Canuto, 2002). O risco-país tem por objetivo medir a exposição à perda em operações de crédito internacional, e é constituído a partir de movimentos do mercado.

Estas medidas têm grande influência no movimento de capitais, o que causa possibilidades de mudanças nas regras e nas restrições tanto do ingresso quanto da saída de capitais. Dessa forma, os índices de risco-país são um 'termômetro' para a compra de títulos de determinado país no exterior (privados e públicos) e também para o ingresso de capitais no mesmo país.

No caso de economias emergentes o risco soberano e o risco-país estão freqüentemente correlacionados, evidenciando uma relação de parentesco, já que a atuação do governo cumpre

papel central nos dois casos. Por exemplo, uma moratória na dívida soberana tende a exercer impacto negativo sobre os demais fluxos de capital para o país, afetando também dívidas externas privadas. No sentido inverso, sem disponibilidade de divisas, o Estado soberano torna-se incapaz de cumprir seus compromissos devidos em moeda estrangeira. Para uma maior compreensão serão apresentadas as definições mais detalhadas dos dois tipos de risco.

## 2.1- RISCO SOBERANO

Como já observamos, as agências e suas classificações são hoje um componente importante da dinâmica dos mercados financeiros internacionais. Até os anos 1980, o principal fornecedor de crédito externo aos Governos era um grupo restrito de grandes bancos internacionais. Hoje, com o uso dos bônus e títulos como principais instrumentos de captação, em substituição aos empréstimos sindicalizados, o conjunto de credores é maior, mais difuso e heterogêneo. A abundância de países que recorrem ao mercado internacional de crédito regularmente, os problemas associados à dificuldade de comparação de dados macroeconômicos, bem como a complexidade e diversidade das economias desses países, tornam a tarefa de avaliação de riscos de investimento muito dispendiosa individualmente para a grande maioria dos investidores. Neste sentido, surgem as Agências de *Ratings* que têm como um de seus objetivos o cálculo do chamado risco soberano. A nota das agências dada a um determinado país define se os mesmos estão nos já citados Grau de Investimento (*Investiment-Grade*) ou Sub-Investimento (*Sub-Investiment-Grade* ou *Speculative-Grade Investiment*).

As classificações de risco são indicadores simples e públicos (as agências disponibilizam suas listagens regularmente em seus *sites* da Internet), que ajudam na construção de cenários com relação ao risco dos títulos governamentais. Para os agentes econômicos que utilizam tais *ratings* como substitutos de esforços próprios de coleta e processamento de informações sobre os riscos soberanos, as classificações viabilizam operações com títulos soberanos, principalmente no caso de países emergentes que, na ausência das classificações, teriam acesso mais limitado a recursos externos e a custos maiores (Cantor e Parker, 1996). Títulos de Governos classificados por estas agências são preferíveis

aos de Governos não classificados e as classificações são parâmetros amplamente utilizados por investidores para determinar preços e tomar decisões de compra e venda de títulos da dívida externa pública. Para se ter uma idéia da importância deste fato citamos duas situações emblemáticas.

Grandes investidores institucionais como os fundos de pensão, têm se tornado, desde a década de 1990, uma importante fonte de recursos em países emergentes, determinando em grande parte a escala e a composição dos fluxos de capitais nestes mercados. Para investir nestes mercados, estes investidores possuem regras de gestão interna, ou seguem determinações de órgãos reguladores, que limitam a detenção de ativos classificados pelas Agências de *Ratings* como "grau de especulação" (FMI, 1999: 185). Por outro lado, investidores montam suas carteiras de investimento com base nas classificações e em particular na propensão ao risco. Bancos e outras Instituições Financeiras, como o Comitê da Basiléia e o FMI, utilizam as Agências como determinante chave para o requisito de capital entre os bancos a outros emprestadores.

Muitos críticos têm acusado a classificação das agências por introduzirem um movimento cíclico nos fluxos de capitais durante a metade da década de 1990 e finais de 1997: elas teriam contribuído para a aceleração da entrada de capitais na metade da década de 1990, e teriam induzido um grande influxo de capitais depois da crise da Ásia. Este resultado mostra que as agências não prevêem as crises nem refletem os "fundamentos econômicos". Além disso, as agências têm sido excessivamente sensíveis nos movimentos de curto prazo, especialmente durante períodos de crise (FMI, 1999).

Isto posto, este item do nosso trabalho tem como objetivo mostrar o conceito e os determinantes do Risco Soberano, calculado pelas Agências de *Ratings*. O intuito é destacar que estas classificações passam a ser uma importante referência usada pelos agentes econômicos crucialmente pesada na avaliação do direcionamento de seus recursos. No que tange ao cálculo das Agências, levantaremos a forma de avaliação que elas utilizam e as variáveis macroeconômicas que estas levam em consideração para o cálculo.

O "Risco Soberano" corresponde à avaliação da probabilidade de inadimplência de um tomador de empréstimos, no caso o Governo de determinado país. Ou seja, seria um indicador da disposição e capacidade de pagamento de dívidas pelos governos. Este risco é calculado por agências internacionais independentes como a *Standart & Poor's (S&P's), Moody's, Fitch*

*e TBW BCA*. Elas apresentam ao mercado um parecer sobre o grau de risco do país por meio de notas, expressas por letras.

Segundo o FMI (1999) a emergência das Agências de crédito é um clássico exemplo de como as instituições de mercado lidam com "informações assimétricas" na ausência de intervenção governamental. Com o desenvolvimento dos mercados de capitais nos Estados Unidos, na década de 1900, uma série de instituições desenvolveu métodos para fornecer melhores informações aos setores privados e públicos sobre as condições de crédito de vários emprestadores.

A primeira Agência a aparecer no mercado foi a *Moody's* em 1910, quando John Moody's começou a avaliar os bonds da ferrovia dos EUA. Depois, com a expansão do mercado de capitais dos EUA, surgiram os predecessores *Poor's Publishing Company* que emitiu seu primeiro *rating* em 1916; *Standart Statistical Company* em 1922; e a *Fitch Publishing Company* em 1924. Por volta de 1929 *Poor's Publishing* estimaram *bonds* emitidos por 21 governos: 11 na Europa (Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Itália, Normandia e Reino Unido), 5 na América do Sul(Argentina, Chile, Colômbia, Peru e Uruguai), 3 na Ásia (Austrália, China e Japão), e 2 na América do Norte (Canadá e Estados Unidos).

Durante a Grande Depressão de 1930 muitos governos não conseguiram pagar a dívida e muitos *ratings* foram rebaixados para o grau de sub-investimento. Em 1935 *Standart Statistical* avaliou Chile e Peru como "D", e Alemanha e Japão também foram para o grau de sub-investimento. No final da década de 1930, com a Segunda Guerra Mundial se aproximando, os *ratings* europeus caíram rapidamente. Em 1939, todos os *ratings* da Europa foram rebaixados para o grau de sub-investimento, exceto o Reino Unido. Durante a Guerra muitos *ratings* soberanos foram suspensos, com exceção do Canadá e Estados Unidos e poucas Repúblicas da América do Sul. Após a Guerra, houve a fusão de *Standart Estatistical e Poor's Publishing* formando a Agência *Standart e Poor's(S&P).* Após este período de grande turbulência *S&P's* e *Moody's* voltaram a avaliar os papéis emitidos pelos maiores países industrializados.

As atividades de *ratings* começaram a ter mais peso durante a década de 1980, porém continuavam a focar somente países industrializados. Neste período, houve a ampliação dos

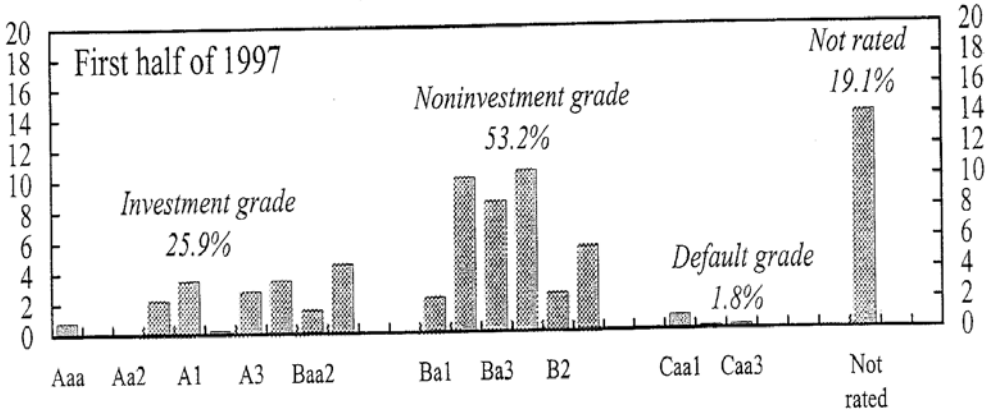
tipos de instrumentos financeiros que eles estimavam e a freqüência com o qual divulgavam estes *ratings*.

Hoje, os instrumentos que compõem a avaliação das Agências são: *bonds* soberanos de curto prazo, *bonds* corporativos, *bonds* municipais*, securities*, *commercial paper* e certificados de depósitos dos bancos. Mais recentemente, foram incluídos produtos derivativos, o direito da capacidade de pagamento das companhias de seguro, preço e volatilidade dos fundos mútuos( FMI, 1999).

No final da década de 1980 e início da década de 1990, as agências passaram a avaliar os mercados emergentes, dentre os quais estavam: Brasil, Argentina e Venezuela. As agências de *ratings* continuavam a proliferar durante toda a década de 1990, período este em que os mercados emergentes e as economias em transição foram sendo cada vez mais incorporadas aos *ratings*. Nos **Gráficos 1, 2 e 3** fica mais evidente esta evolução. Os **Gráficos 1 e 2** nos mostram que na primeira metade do ano de 1997 havia uma concentração de 53,2% de ratings soberanos no grau de sub-investimento, tendo como notas Ba1, Ba3 e B2. A partir de 1999, esta concentração de ratings soberanos mostrou-se estável, tendo um pequeno aumento de 2,7% no grau de sub-investimento. Porém, a concentração de países emergentes no grau de investimento subiu de 25,9% em 1997 para 40,1% em 1999. O **Gráfico 3** nos mostra outra peculiaridade, quanto as notas dos países emergentes. Vemos que há um grande aumento na participação de países emergentes nos *ratings* soberanos a partir de 1995, mas estes se concentram no grau de sub-investimento.

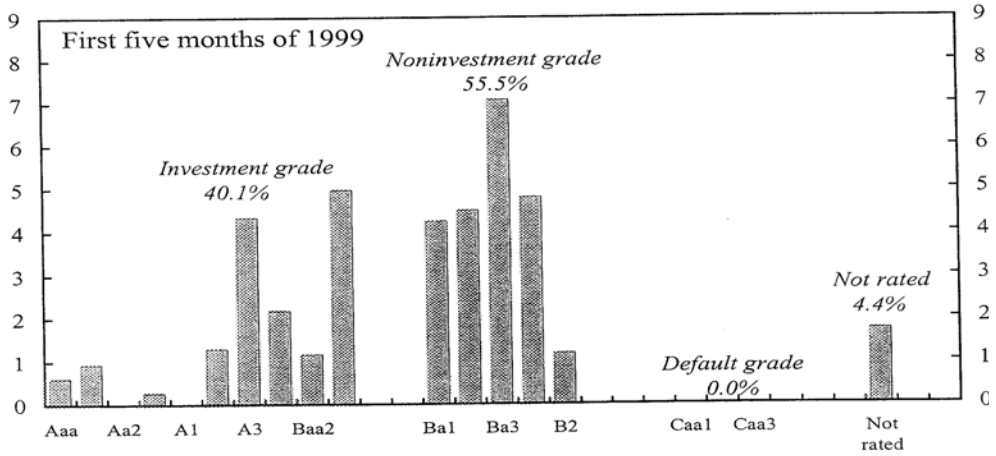
Na década de 1990, cresceu a confiança das agências no processo regulatório de muitos mercados industrializados e emergentes. Embora muitas agências tenham sido utilizadas primeiramente na supervisão da regulação, elas também têm sido empregadas por agências auto-regulatórias. As Agências têm sido usadas para (i) proibir certas instituições em manter *securities* que estiveram no grau de sub-investimento e; (ii) ajustar as exigências de capital. Muitas exigências têm sido vistas como um veículo importante no sentido de melhoria das boas condições de crédito, limitado o comportamento imprudente e introduzindo elementos que disciplinam o mercado (FMI, 1999: 191).

**Gráfico 1**
***Ratings* dos *Bonds* Emitidos nos Mercados Emergentes (meados de 1997)**



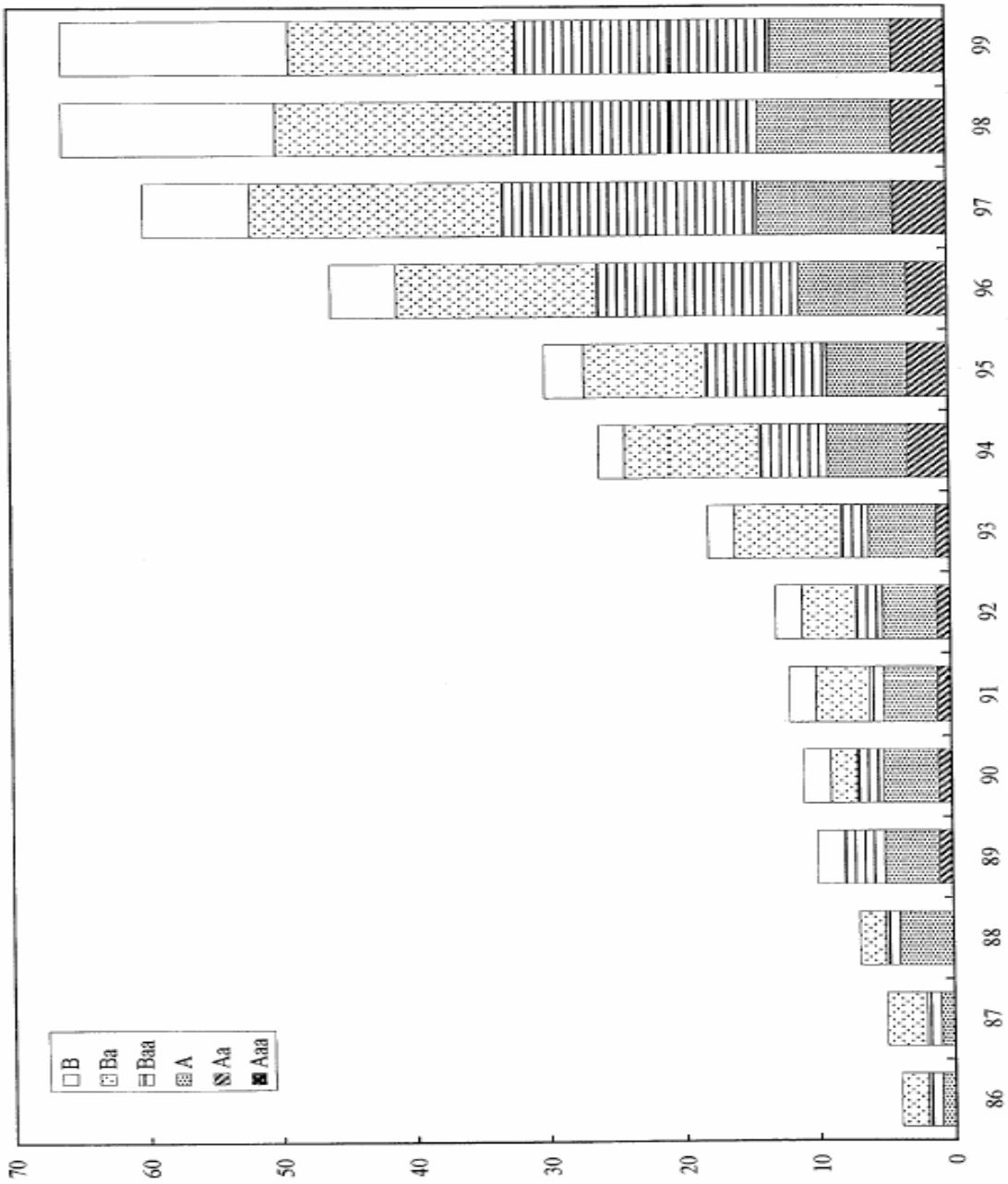

Fonte: Elaborado por FMI (1999)

**Gráfico 2**
***Ratings* dos *Bonds* Emitidos nos Mercados Emergentes em 1999**




Fonte: Elaborado por FMI (1999)

**Gráfico 3**
**Mercados Emergentes: Número de *Ratings* Soberanos por Categoria**




Fonte: FMI (1999)

As Agências argumentam (explicações constantes nos sites das mesmas) que o nível dos *ratings* soberanos são determinados por uma variedade de políticas e de indicadores econômicos, que estariam influenciando ou indicando a capacidade e a disposição do Governo em honrarem suas dívidas.

É verdade que os *ratings* envolvem a análise de "disposição" de pagar e isto leva a certo grau de subjetividade na análise. A disposição de pagar pode ser bastante reduzida devido à falta de um mecanismo explícito para garantir o cumprimento integral dos acordos quando contratada a dívida. Além disso, as decisões governamentais são tomadas levando-se em consideração, não apenas aspectos econômicos e financeiros, mas também sociais e políticos, que exercem grande influência sobre a capacidade de pagamento. Isso nos mostra que a classificação não pode ser resultado de um modelo estatístico específico, que determine quantitativamente a probabilidade de moratória. Segundo as Agências o *Rating* é *"o resultado interdisciplinar que combina a análise por meio de métodos quantitativos com a sensibilidade dos analistas a parâmetros qualitativos, sendo dada grande ênfase a este segundo aspecto"* (Canuto e Fonseca, 2003: 21).

Vejamos como é feita a classificação[6]: i) avaliação de conjuntura, ii) quantificação dos fatores avaliados, mesmo que qualitativos, por meio de um "modelo de pontuação" e iii) decisão da classificação por votação em um comitê com base na análise das informações levantadas em (i) e (ii).

A análise de conjuntura é feita por dois analistas que visitam o país em avaliação. Eles realizam reuniões com os principais funcionários do Governo, com analistas do setor privado, jornalistas, pesquisadores universitários e membros da oposição política, para saber sobre a condução da política fiscal e monetária. As Agências dão grande importância à clareza e consistência dessas políticas, pois acreditam que o perfil de sua condução tem grande influência sobre o balanço de pagamentos e a sustentabilidade da dívida pública. Com base nos dados fornecidos na reunião, é elaborado um relatório e distribuído antecipadamente aos membros do comitê, com tabelas de dados macroeconômicos, projeções e a recomendação de

---

[6] As informações sobre o processo de classificação foram obtidas em Bhatia (2002) e FMI (1999) e complementadas com textos das próprias agências (Fitch, 1998, Standard and Poor's, 1998 e 2002 e Moody's, 1999a, 1999b, 2002a ,2002b e 2003).

classificação. Aqui já cabe a observação de que a análise leva em conta uma determinada conduta da política econômica que é tida como "desejável".

Por último, a classificação é determinada por votação. Em seguida é elaborado e divulgado um relatório que incorpora a visão majoritária do comitê. O relatório busca explicitar os principais fatores subjacentes à classificação, indicando quais são as principais preocupações das Agências; porque a classificação não é maior ou menor; os fatores que podem levar a sua redução ou elevação; e quais são as perspectivas para a classificação em diferentes cenários. Além disso, os relatórios vêm acompanhados de uma seleção de indicadores macroeconômicos e projeções para, no máximo, os dois anos seguintes.

Conforme já destacamos, a classificação (*ratings*) dos países é subdividida em dois grupos: (a) Aqueles que apresentam Grau de Investimento: que são países que apresentam baixo risco de crédito; e (b) Aqueles que apresentam Grau de Sub-Investimento: correspondente a países que apresentam aplicações especulativas. Estes mapeamentos dos ratings soberanos são utilizados por bancos e outros agentes financeiros como referência para provisões e requisitos de capital. Os **Quadros 1 e 2** nos mostram quais são as notas consignadas pelas duas Agências mais importantes e o significado dos mesmos. Em primeiro lugar, observa-se que há uma equivalência de notas entre as duas Agências. Em segundo lugar, nota-se que o limite entre o que é considerado investimento e sub-investimento é muito tênue, questão que será considerado mais adiante.

**Quadro 1**
**Escala de Classificação de Risco**

| **Interpretação** | **Moody's** | **Standart and Poor's** |
|---|---|---|
| GRAU DE INVESTIMENTO | | |
| De mais alta qualidade | Aaa | AAA |
| Alta Qualidade | Aa1<br>Aa2<br>Aa3 | AA+<br>AA<br>AA- |
| Forte Capacidade de Pagamento | A1<br>A2<br>A3 | A+<br>A<br>A- |
| Capacidade Adequada de Pagamento | Baa1<br>Baa2<br>Baa3 | BBB+<br>BBB<br>BBB- |
| GRAU DE INVESTIMENTO ESPECULATIVO ou SUB-INVESTIMENTO | | |
| Cumpre provavelmente as obrigações, mas há incertezas. | Ba1<br>Ba2 | BB+<br>BB |

| | | |
|---|---|---|
| | Ba3 | BB- |
| Obrigação de Alto Risco | B1 | B+ |
| | B2 | B |
| | B3 | B- |
| | Caa1 | CCC+ |
| | Caa2 | CCC |
| | Caa3 | CCC- |
| | -- | CC |
| | -- | C |
| | Ca[2] | DDD[1] |
| | C | DD |
| | -- | D |

Fonte: Packer (1996)

1.Moratória. As classificações de obrigação nesta categoria são baseadas na possibilidade de remuneração parcial ou total do empréstimo. Uma vez que a expectativa de recuperação dos montantes são estritamente especulativos e não podem ser estimados com precisão, as seguintes estimativas servem como diretriz: a classificação "DDD" representa o maior potencial de recuperação dos montantes investidos em títulos inadimplentes, de 90 à 100% do principal e juros; "DD" indica que a probabilidade de recuperação é entre 50% e 90%; e o "D" a menor possibilidade de recuperação, inferior a 50%

2.Os soberanos classificados como Ca e C geralmente encontram-se em moratória, oferecem pouca segurança financeira e a probabilidade de recuperação integral do principal por parte dos investidores é muito baixa

(--) não aplicável

**Quadro 2**
**O Significado das Categorias de *Ratings***

| Classificação dada pela *Moody's* | Classificação dada pela *S&P's* |
|---|---|
| **AAa**:emissões estimadas em Aaa oferecem uma excepcional seguridade financeira. A capacidade de crédito dessas instituições financeiras é difícil de ser alterada. | **AAA**: **Melhor qualidade de Crédito.** O rating "AAA" reflete a menor expectativa de risco de crédito possível. É atribuído apenas em casos de capacidade excepcionalmente elevada de pagamento, no prazo esperado, dos compromissos financeiros. Muito dificilmente essa capacidade será afetada adversamente por eventos previstos. |
| **Aa:** emissões estimadas em Aa oferecem uma excelente seguridade financeira. Juntamente com o grupo Aaa, eles constituem aqueles que são geralmente conhecidos como entidades de alto grau de investimento. Eles são estimados abaixo do Aaa porque aparecem algumas vezes alguns riscos de longo prazo | **AA**: **Qualidade de crédito muito alta.** O rating "AA" denota uma expectativa muito baixa de risco de crédito. Indica uma capacidade bastante elevada de pagamento de compromissos financeiros no prazo esperado. Essa capacidade não é significativamente vulnerável a eventos previstos. |
| **A**: emissões estimadas em A oferecem boa seguridade financeira. Porém, elementos podem estar presentes, que prejudiquem a rentabilidade do título no futuro. | **A**: **Qualidade de crédito alta.** O rating "A" denota uma baixa expectativa de risco de crédito. A capacidade de pagamento de compromissos financeiros, no prazo esperado, é elevada. Essa capacidade, todavia, pode ser mais vulnerável a alterações nas circunstâncias ou nas condições econômicas, do que no caso de ratings melhores. |
| **Baa**: emissões estimadas em Baa oferecem uma adequada seguridade financeira. | **BBB**: O rating "BBB" indica que, no momento, existe uma baixa expectativa de risco de crédito. A capacidade de pagamento de compromissos financeiros, no prazo esperado, é considerada adequada. Todavia, mudanças adversas nas circunstâncias e nas condições econômicas têm mais |

| | |
|---|---|
| | possibilidade de limitar essa capacidade. Este é o mais baixo dos ratings da categoria de investimento. |
| **Ba**: emissões estimadas em Ba oferecem uma questionável seguridade financeira. Frequentemente a capacidade dessas instituições encontram obrigações que podem ser não muito seguras no futuro | **BB**: **Especulativo.** O rating "BB" indica que há possibilidade do risco de crédito aumentar, particularmente como resultado de mudanças adversas na economia, ao longo do tempo. Entretanto, negócios ou alternativas financeiras podem estar disponíveis, possibilitando que os compromissos financeiros sejam honrados. Os títulos que levam esse "rating" pertencem à categoria de não investimento. |
| **B**: emissões estimadas em B oferecem pobre seguridade financeira. A garantia de pagamento das obrigações é pequena em qualquer período de tempo. Indica uma capacidade de pagamento incerta, no prazo esperado, de compromissos financeiros comparados a outros emissores ou emissões do mesmo país. Tal capacidade é altamente suscetível, a curto prazo, a mudanças adversas nas condições do negócio, econômicas ou financeiras. | **B**: **Altamente especulativo.** O rating "B" indica que um significativo risco de crédito está presente. Porém, uma pequena margem de segurança ainda existe. Os compromissos financeiros correntes estão sendo honrados. Entretanto, a capacidade de continuar efetuando o pagamento dependerá de um ambiente de negócios e econômico sustentado e favorável. |
| **Caa**: emissões estimadas em Caa possuem pouquíssima segurança financeira. Eles podem estar em *default* com suas obrigações ou eles trazem elementos presentes de perigo com a respectiva data de pagamento da obrigação. | **CCC, CC e C**: **Alto risco de inadimplência.** A inadimplência é uma possibilidade real. A capacidade de cumprir compromissos financeiros só existe mediante condições de negócios e econômicas favoráveis e sustentadas. Um rating "CC" indica que a inadimplência de algum tipo é provável. O rating "C" sinaliza inadimplência iminente. |
| **Ca**: emissões estimadas em Ca oferecem uma seguridade financeira muito menor que Caa. | |
| **C**: emissões estimadas em C é a classe mais baixa estimada por esta agência. Estão frequentemente em default de suas obrigações, e tem um potencial de recuperação muito baixo. | |
| | **DDD, DD, D: Inadimplência.** Os ratings de obrigações nessa categoria são baseados na possibilidade de se recuperar parte ou a totalidade de um investimento em uma reorganização ou liquidação do devedor. Uma vez que a expectativa de recuperação dos montantes são estritamente especulativos e não podem ser estimados com precisão, o seguinte serve como diretriz. O rating "DDD" representa o maior potencial de recuperação dos montantes investidos em títulos inadimplentes, de 90% a 100% do principal e juros. O "DD" indica que a probabilidade de recuperação é entre 50% e 90%, e o "D" a menor possibilidade de recuperação, por exemplo, inferior a 50%.<br><br>Os emissores que levam o rating dessa categoria ficaram inadimplentes em algumas ou em todas as suas obrigações. Os emissores com ratings "DDD" possuem melhor possibilidade de retomar a sua "performance" ou de continuar suas atividades com ou sem um processo de reorganização formal. Os emissores com ratings "DD" têm a possibilidade de cumprir com grande parte de suas obrigações, enquanto aqueles com rating "D" possuem uma fraca possibilidade de pagamento de todas as suas obrigações. |

Fonte: Moody's e Stantard & Poor's apud FMI, 1999.

Resta saber quais são as análises que balisam estas notas. As agências indicam que classificam os países em grau de investimento ou sub-investimento levando em consideração principalmente dez itens, e estes são tidos como os "fundamentos macroeconômicos" considerados. Abaixo listamos estes itens (Bhatia, 2002: 14 a 23):

(i) Estabilidade Política – visa capturar o risco político, juntamente com algumas avaliações profundas da instituição, a decisão de mercado, flexibilidade política, integração global, estabilidade geopolítica e relações com credores oficiais. O risco político, especificamente, se refere à probabilidade de guerra, revolução, inquietação civil, transformação do regime. Todos estes elementos estão relacionados com o não pagamento da dívida pelos soberanos. Os fatores que são considerados para a avaliação política incluem: nível de democratização, concentração da decisão de mercado, clareza nos mecanismos de sucessão de líderes, judiciário independente, liberdade de imprensa, etnia, religião, indicador de desenvolvimento humano, consenso político entre as partes.

(ii) Prosperidade econômica (PIB per Capita Nominal em US$) – o resultado da estrutura econômica busca enquadrar a prosperidade econômica na diversidade de capacidade de rápida recuperação. Outras considerações são levadas em conta: desempenho da variabilidade econômica, desigualdade de renda (medida pelo índice de Gini), abertura do comercio internacional (importação e exportação como proporção do PIB), diversificação da produção e da exportação, produtividade das empresas, nível de intermediação financeira, eficiência da alocação da poupança, impedimentos estruturais de crescimento (como políticas agrícolas e distorções industriais). O PIB per capita é visto como uma "proxy" do desenvolvimento econômico. Na verdade, esta variável reforça a idéia de que o devedor rico é normalmente o que tem a melhor capacidade de alavancar recursos *vis-à-vis* o devedor pobre. Vários estudos concluem que o PIB per capita é a variável mais importante que as agências de crédito utilizam para calcular o risco soberano, como por exemplo, os trabalhos de Canuto e Fonseca (2003),

Cantor e Packer (1996). Países com Renda per capta elevada possuem uma avaliação de risco baixo. As agências consideram que a renda per capita é tida como bom indicador do nível geral de desenvolvimento econômico e institucional de um país e que as autoridades de um país desenvolvido, com uma longa história de estabilidade econômica e institucional, têm melhores instrumentos para administrar dívidas públicas e déficits fiscais elevados, bem como choques econômicos. Neste sentido, todos os países que registraram uma renda per capita abaixo de cinco mil dólares, em 2002, fazem parte da categoria "grau de especulação" (Canuto e Fonseca, 2003: 28).

(iii) Taxa de Crescimento projetada do PIB real per capita – é uma análise de tendência, que busca avaliar o dinamismo da economia. A idéia é a de que este resultado pode ser visto como uma medida da capacidade de geração de rendas governamentais e emprego (indica a existência de flexibilidade fiscal e facilidade de ajustamento).

(iv) Resultado Nominal do Governo Geral como proporção do PIB: esta variável analisa a receita pública, os gastos e o desempenho do balanço fiscal do governo. No Governo Geral está incluído o Governo Central, o Banco Central, governos municipais, fundos de pensão do Estado e o setor público e privado não financeiro. Esta variável considera: o potencial da mobilização da receita pública, a rigidez dos gastos primários, a variabilidade do pagamento dos juros, atual e potencial processo de privatização, empréstimos líquido e bruto e seus financiamentos (empréstimos domésticos *versus* externo; financiamento comercial *versus* acesso a recursos concessionados).

(v) Balanço Fiscal – esta variável é analisada através da relação Dívida Líquida do Governo como Proporção do PIB (DLSP/PIB). A dívida líquida é composta por todas as responsabilidades garantidas pelo governo, incluindo a dívida junto ao Banco Central; *bonds* de capitalização bancária; todas as responsabilidades financeiras externas garantidas pelo Banco Central, incluindo as obrigações com o FMI e emissão de *bonds* internacional e

*swaps* pelo Banco Central. Nesse sentido, pode-se dizer que a dívida líquida inclui todos os bens financeiros governamentais, excluindo os depósitos junto ao Banco Central e todos os bens financeiros externos do Banco Central. Esta variável nos mostra que uma grande dívida federal absorve poupança doméstica e sugere que o governo terá falta de capacidade para cobrir os gastos correntes ou o serviço da dívida;

(vi) Inflação (estabilidade monetária): a inflação é medida na análise de variação do preço ao consumidor. Esta variável relata se há um regime de câmbio apropriado; uma diminuição da independência do Banco Central; o desenvolvimento do mercado de capitais domésticos (depósitos e créditos não-governamentais como proporção do PIB, crescimento do crédito, tamanho e liquidez do mercado de *bonds* e *equities)*; a sofisticação dos instrumentos monetários. A taxa de inflação é vista como uma "*proxy*" da eficácia e estabilidade das políticas monetárias e da política institucional. A inflação é vista pelas agências como um dos melhores termômetros da consistência das políticas fiscal e monetária, da estabilidade financeira, política, institucional de um país. Financiamentos expressivos e prolongados de déficits orçamentários por meio de emissão monetária levam a aceleração da inflação, ou até mesmo a hiperinflação. Nestas circunstâncias, as autoridades geralmente adotam políticas impopulares de contenção de gastos e aperto monetário, que são mais eficientemente implementadas quando há um Banco Central autônomo e as autoridades desfrutam de uma base ampla e coesa de sustentação política. Caso contrário, o processo inflacionário se identifica e pode ocasionar a perda de credibilidade do governo e de suas instituições. Este tipo de situação faz suceder por suspensão do serviço da dívida pública (*S&P's* apud Canuto e Fonseca, 2003).

(vii) Balanço Externo: Dívida externa líquida total como proporção da conta corrente do Balanço de Pagamentos. *"As razões para se avaliar tanto a dívida externa pública quanto a privada é que esta última pode pressionar as reservas internacionais do Banco Central, e dependendo das circunstâncias, os passivos externos privados podem se transformar em*

*passivos governamentais"* (Canuto e Fonseca, 2003: 31). A idéia com este indicador é que os Governos de países que tem o setor bancário como alavanca na promoção da expansão do crédito doméstico por meio de endividamento externo, ou onde a política cambial e o nível da taxa real de câmbio incentivam o crescimento excessivo do endividamento externo do setor privado não-financeiro, possuem uma classificação mais baixa (Bhatia, 2002). O Balanço externo também é muitas vezes avaliado pela relação entre o saldo da Conta Corrente e o PIB. Um grande déficit em Conta Corrente indica para as agências que o setor privado e o público contam enormemente com os fundos do exterior;

(viii) Dívida Externa – é a relação entre as reservas internacionais e as exportações – esta relação indica que uma alta carga de dívida corresponde a um alto risco de *default*;

(ix) Liquidez – é representada pela relação entre a necessidade bruta de financiamento externo e as reservas internacionais. Esta variável relata as reservas como proporção da maturidade da dívida de curto prazo (dívida externa de curto prazo é vista como a fonte de instabilidade); do real crescimento das exportações; da magnitude do investimento estrangeiro em *portfólio* e os fluxos dos investimentos diretos (tanto domésticos quanto estrangeiros); e se o país é ou não um centro financeiro ou um "jogador" no comércio global e no sistema financeiro;

(x) Histórico de *Default* – se o país teve, no seu passado recente, dado um calote na dívida, é amplamente considerado como de alto risco de crédito.

As três agências de classificação de risco (*Moody's, S&P's* e *Fitch*) colocam que usam um modelo específico para determinar os ratings soberanos. Em vez disso, eles apontam para a avaliação de uma multiplicidade de fatores qualitativos e indicadores quantitativos (descritos acima) que afetam o risco de *default* dos soberanos. Neste sentido, tem havido um número de estudos empíricos que revelam que alguns fatores históricos têm tido um grande peso no processo de decisão de investimento.

Em particular, Packer e Cantor (1996); Reisen e Von Maltzan (1999) e Juttner e MacCarthy (1998), examinaram os determinantes dos níveis de ratings da *Moody's* e *S&P's* para índices econômicos de mercados emergentes e desenvolvidos, na metade da década de 1990.

Packer e Cantor (1996) utilizaram em sua amostra 49 países, tendo como variável dependente a média das classificações de *S&P's* e *Moody's*, utilizando os dados de 1995. Em sua amostra foram utilizados a significância de 8 variáveis: Renda; Inflação; Perspectiva de Crescimento Econômico; Balanço Fiscal (DLPS/PIB); Balanço Externo(Conta Corrente/PIB); Dívida Externa(Reservas Internacionais/Exportações); Desenvolvimento Econômico; Histórico de *Default.*

O resultado que foi estatisticamente significante indicou que o mais alto *rating* estava associado com: a renda per capita, rápido crescimento, baixa inflação, baixa proporção entre transações correntes e exportação, histórico de *default* desde 1970 e alto nível de desenvolvimento econômico (como medido pela classificação do FMI como um país industrial). Contudo, a posição fiscal, medida pela DLSP/PIB, e a posição externa, medida pelas Transações Correntes sobre o PIB, foram estatisticamente insignificantes.

Para se chegar a esta conclusão Packer e Cantor (1996) estimaram uma regressão múltipla para determinar a contribuição individual de cada variável na construção dos ratings; e verificou-se que as classificações soberanas poderiam ser explicadas somente por um conjunto relativamente pequeno de variáveis. O teste estatístico mostra que 5 das 8 variáveis são diretamente correlatas com os *ratings* determinados pela *Moody's* e *S&P's*. Em particular, a alta renda per capita parece estar fortemente correlacionada com os altos *ratings* (entre 9 países classificados no topo pela *Moody's* e 7 pela *S&P's* apresentam renda média per capita acima de $ 24.000). Baixa inflação e pequena dívida externa também estão consistentemente relacionados com os altos *ratings*. O alto nível de desenvolvimento econômico, como medida do indicador de industrialização aumenta proporcionalmente o rating para Aa/AA. Como um fator negativo, que leva os países para o grau de sub-investimento, tem-se o histórico de *default* que limita os *ratings* soberanos diretamente para Baa/BBB ou abaixo.

Porém, três fatores – o crescimento do PIB, o balanço fiscal (balanço fiscal do Governo Central/PIB) e o balanço externo (Transações Correntes/PIB) – têm uma relação de não significância com as notas. As notas podem ter uma falha em relação ao crescimento do PIB,

pois muitas economias desenvolvidas tendem a crescer mais rápido do que as economias maduras. A maior surpresa, contudo, é a falta de uma clara correlação entre *ratings* e balanço fiscal e externo. Esta conclusão pode refletir endogenamente na política fiscal e nos fluxos internacionais de capitais: países tentam melhorar seu crédito por optar por uma maior conservação da política fiscal, e a oferta do capital internacional pode ser restringida por alguns países. Entretanto, embora as Agências indiquem que há um grande peso para estas duas últimas variáveis na indicação específica dos *ratings*, nenhuma relação sistemática entre estas variáveis e os *ratings* foi evidente na amostra.

Outro resultado encontrado na amostra estatística é que as agências são capazes de explicar a grande diferença nos ratings, como por exemplo, a especificação que o *rating* da Alemanha (Aaa/AAA) é mais alto do que do Uruguai (Ba1/BB+). Porém, o modelo tem pouco a dizer sobre pequenas diferenças nos ratings, por exemplo, porque o México é indicado Ba2/BB e a África do Sul é Baa3/BB. A pequena diferença nos *ratings* pode causar grandes controvérsias no mercado financeiro e prejudicar estes países.

Além desses resultados verificou-se que a *Moody's* e a *S&P's* compartilham do mesmo critério para a construção dos *ratings*, porém elas consideram o peso de algumas variáveis diferentemente. *Moody's* parece dar maior peso na dívida externa e menos peso no *default* histórico do que a *S&P's*. *Moody's* também dá menor peso a renda per capita do que a *S&P's*.

Outro trabalho que chega a mesma conclusão de Packer e Cantor (1996) é o trabalho de Canuto e Fonseca (2003). Eles utilizaram uma amostra maior de países (66 países), dados mais recentes e a média das classificações de três Agências: *Moody's*, *S&P's* e *Fitch* ao invés de somente a *Moody's*, *S&P's*. Em relação ao trabalho dos autores citados acima, eles substituíram a variável déficit em Conta Corrente/PIB pela variável Grau de Abertura (Exportação + Importação/PIB) e introduziu a variável Dívida Bruta do Governo Geral/ Receitas Fiscais Totais.

O trabalho de Canuto e Fonseca (2003) chegou à mesma conclusão com relação ao déficit do governo: a variável não tem uma correlação direta com os *ratings*, isto é, um déficit fiscal reduzido não necessariamente reflete uma situação estável derivada de uma consistente política fiscal, podendo ser simplesmente uma reação a um ambiente de incerteza por parte do mercado, que obriga o governo a reduzir suas necessidades de financiamento. Por outro lado, verificou-se uma contribuição significativa das variáveis: Dívida Bruta do Governo Geral e

Grau de Abertura. Esta última contribuição pareceu ser ainda mais significativa para a agência *S&P's*, porque esta atribui um maior peso ao grau de abertura em relação às demais Agências.

Goldman-Sachs (2000) também realizaram um trabalho para mostrar as variáveis que impactam nos *spreads* dos papéis nos mercados emergentes. As variáveis escolhidas por esta autora, que influenciam na avaliação objetiva dos *spreads* são: Taxa de Crescimento de Longo Prazo do PIB Real; Total das Amortizações/ Reservas Externas; Dívida Externa Total/PIB; Saldo Nominal do Orçamento/PIB; Exportações de Bens e Serviços/PIB; Desalinhamento da Taxa de Câmbio Real; Liquidez Global (medida pela Libor); Histórico da Reestruturação das Dívidas.

Utilizando estas variáveis em um modelo linear, o estudo constatou que a mostra consegue explicar 55% da variação dos *spreads* dos países emergentes. Os impactos encontrados foram os seguintes: (i) o custo do default (reestruturação da dívida) aumenta em média 165 pontos (1,65%) os spreads; (ii) se a taxa de crescimento do PIB aumentar 1% isto reduz o spread em 7 pontos; (iii) uma diminuição do déficit nominal/PIB em 1% reduz o spread em 34 pontos; (iv) o aumento da taxa libor em 1% aumentará os spreads em 45 pontos. Os resultados encontrados se assemelham aos resultados dos trabalhos apresentados anteriormente, que tem o custo de *default* (possibilidade de moratória) como sendo um dos principais indicadores na ótica do mercado para rebaixar a nota de um país.

Os resultados destes trabalhos estatísticos mostram que a avaliação das Agências envolve, de um lado, indicadores que já carregam um juízo de valor e, de outro, variáveis subjetivas, não podendo saber porque os países estão em certos *ratings* que não condizem com a atual realidade do país, principalmente quando comparados com outros países que apresentam *ratings* superiores.

A avaliação feita pelas Agências de *Ratings* das variáveis macroeconômicas e a subdivisão dos países em grau de investimento ou de sub-investimento prejudicam os países dependendo da classificação dada pelas Agências, porque parece haver uma não conformidade com os dados. Num âmbito ainda mais restrito estes estudos mostram que *"numa seqüência de riscos de inadimplência, a descontinuidade entre as faixas estabelecidas como de "grau de investimento" e "grau de sub-investimento" é meio arbitrária"* (Canuto, 2002), pois nas classes de grau de investimento a variação do grau de inadimplência sobe de uma maneira gradual, ao contrário das classes de maior risco em que os graus de inadimplência aumentem

explosivamente de uma classe para outra. Esta demarcação das agências prejudica o fluxo de capitais para os mercados emergentes, porque há regulações de recursos quanto à posição dos títulos do país que estiver na estrutura de classes de sub-investimento.

Os governos, que estão classificados como "grau de sub-investimento", enfrentam ainda um problema mais sério: elevado custo de captação de recursos no mercado internacional em relação aos "grau de investimento". Isto dificulta o financiamento do setor privado, pois a classificação soberana dado pelas agências influencia sobremaneira na determinação dos custos dos recursos externos dos residentes de um país.

Além disso, os países situados no grau de sub-investimento apresentam um risco soberano maior que os situados no grau de investimento. Isto faz com que os países tenham maior volatilidade dos prêmios de risco nos mercados de títulos, conseqüentemente, os países ficam muito mais sensíveis às variações nas taxas de juros das economias centrais, mesmo quando não ocorrem grandes mudanças nas classes de risco. Ou seja, um aumento dos juros, por exemplo, da economia norte-americana, faz com que grandes quantidades de capitais saiam do país, países estes que apresentam um risco soberano maior que dos EUA.

**Quadro 3**
**Tabela de Inadimplência**

| **Ratings** | **PI*** |
|---|---|
| **Grau de Investimento** | |
| AAA | 0 |
| AA+ | 0 |
| AA | 0 |
| AA- | 0,03 |
| A+ | 0,02 |
| A | 0,05 |
| A- | 0,05 |
| BBB+ | 0.12 |
| BBB | 0,22 |
| BBB- | 0,35 |
| **Grau de Sub-Investimento** | |
| BB+ | 0,44 |
| BB | 0,94 |
| BB- | 1,33 |
| B+ | 2,91 |
| B | 8,38 |
| B- | 10,32 |
| CCC | 21,32 |
| | |

Fonte: Canuto (2002)

*Número observado de inadimplência em um ano, para cada grupo de 100 componentes da correspondente classe.

Dessa forma, concluímos que o anúncio dos *ratings* soberanos dado pelas Agências de classificação tem um efeito imediato no preço de mercado de ativos (Packer, 1996), mesmo o país não apresentando o risco dado pelas Agências.

## 2.2 – RISCO-PAÍS

A partir dos anos de 1980 já observamos que começam a cair por terra os controles de capitais, especialmente aqueles ligados ao mercado de capitais. No caso dos mercados emergentes as restrições aos fluxos foram retiradas mais especialmente a partir da década de 1990. Um dos argumentos da liberalização da conta de capitais é o de que os recursos podem fluir de um mercado a outro levando em conta as condições efetivas indicadas pelos diversos mercados. Ocorre, no entanto, que estes capitais não consideram todos os mercados iguais. Há na verdade uma hierarquia. A análise das agências de *rating* indica este movimento.

Para que os capitais se dirijam a papéis considerados menos seguros será exigido um prêmio de risco; uma das medidas possíveis deste prêmio é o chamado "risco-país". O risco-país evidencia que os ativos financeiros existentes nos mercados apresentam diferentes hierarquias, sendo que em condições de ampla abertura financeira, os capitais só se dirigirão para ativos de maior risco se a rentabilidade oferecida mais que compensar o risco envolvido. Nesta linha, se tomarmos o rendimento requerido por dois papéis em moeda forte (dólar, por exemplo), com perfis iguais (papéis de mesma maturidade), de dois países diferentes, veremos que a rentabilidade requerida pelo papel de um país considerado desenvolvido será, via de regra, menor que a requerida por um papel de país "emergente".

O conceito de risco-país não se refere ao cálculo de risco de um instrumento de dívida de uma empresa específica. Está ligado à idéia de "risco" de não pagamento de um país por dificuldade de reservas, por exemplo. Como tal acaba por influenciar na percepção de risco embutido nos papéis lançados por qualquer agente do país sob análise.

A medição deste risco é bastante complexa e existem diferentes indicadores para se medir o risco-país.

Um dos instrumentos utilizados para se verificar o risco pais é o instrumento de **contrato futuro Swaps DIxPré de 360 dias**[7], que são contratos de troca de risco, sem que seja necessária a transferência do principal, onde se apura a diferença de rentabilidade entre duas pontas da operação. No caso de um swap DIxPré, ao se comprar um contrato deste tipo, está se aplicando em uma taxa pós-fixada (variação do CDI/CETIP – DI) e pagando uma taxa pré-fixada (Pré). Estes contratos são dados específicos do mercado de renda fixa brasileiro.

Este instrumento é medido através de contratos futuros de US$ negociados na BM&F, pois são estes que sinalizam quanto ao comportamento futuro de variáveis macroeconômicas, como juros e câmbio. Este instrumento, através do conceito de arbitragem, infere sobre o risco-país, pois pressupõe que contratos futuros devam ser bons previsores dos preços no futuro, ou seja, que o dólar futuro preveja o dólar (à vista) no futuro.

> *"Contratos futuros de US$ são contratos celebrados entre duas instituições financeiras, nas quais a instituição compradora se obriga a comprar da instituição vendedora e uma determinada quantidade de US$ numa determinada data a um preço acertado na data presente. Por sua vez, a instituição vendedora se obriga a vender na data futura os US$ ao preço previamente acordado. Assim, se na data do vencimento do contrato futuro o dólar "pronto" (à vista) valer mais do que o preço acertado, ganha a instituição compradora (pois comprou um preço menor que o preço que efetivamente vigorou) e, perde a instituição vendedora"* (Garcia, 1997: 02).

É nesse mercado que se realizam as operações de arbitragem, ou seja, a busca de ganho via operações de arbitragem. Esta operação permite a um investidor auferir lucro sem risco, realizando transações simultâneas em dois mercados. Normalmente essas operações ocorrem no mercado à vista e no mercado futuro simultaneamente, principalmente com commodities e moedas estrangeiras. Os investidores compram no mercado à vista e vende a mercadoria no mercado futuro, por um preço mais alto, com isso auferindo lucro, sem riscos. Assim, sob um ambiente de abertura comercial e financeira, o capital pode entrar e sair livremente do país, e o mercado futuro de US$ permite a realização de operações de arbitragem entre juros domésticos e internacional.

---

[7] Swaps de um ano significa que envolve expectativas de desvalorização cambial, taxa de juros interna e externa para o período de um ano à frente.

Há dois casos de arbitragem, o primeiro é quando o dólar futuro está caro, e o segundo quando o dólar futuro está barato. Nós centralizaremos o segundo caso que dá origem a um risco-país elevado. Utilizaremos o trabalho de Garcia e Didier (2000: 08) para explicar o movimento de arbitragem quando o dólar futuro está barato. Segundo esses autores a operação se realiza da seguinte forma:

a) Compra-se US$ 1 no mercado à vista, pagando-se R$ s (s é o preço do dólar "pronto");

b) Para obter-se US$ 1vendido no item (a) toma-se um empréstimo de US$ 1 no mercado internacional à taxa $i^*+ d^2$, ou seja, na data de vencimento do empréstimo pagar-se-á US$ (1+i*+d);

c) Aplica-se o R$ s obtido no item (a) no mercado doméstico à taxa i, ou seja, na data de vencimento da aplicação receber-se-á R$ s (1+i);

d) Compra-se no mercado futuro de US$ ao preço f a quantia que se sabe deverá ser paga ao credor internacional, qual seja US$(1+i*+d), ou seja, pagar-se-á pela compra dos US$ no mercado futuro R$ f(1+i*+d).

As operações (a) e (d) geram um resultado R$[s (1+i) - f(1+i*+d)] na data de vencimento do contrato futuro, sem a necessidade de se investir qualquer capital inicial. Se o resultado for positivo pode ganhar dinheiro sem ocorrer risco e sem investir qualquer capital inicial, pois não há risco nesta operação porque todos os preços são conhecidos na data presente.

Desta forma, "*o risco-Brasil medido através dos juros domésticos (Swaps) mede quanto os ativos de renda fixa domésticos "oferecem" de retorno para cobrirem o risco-Brasil*" (Garcia e Didier, 2000: 09). Assim, nas épocas de crise, em que o risco de se investir é maior, a taxa de juros doméstica (Swaps) tem que ser de grande magnitude para atrair capitais.

Um outro instrumento utilizado para medir o risco-país são os **bônus brasileiros indexados ao dólar**. *Bonds* indexados ao dólar também são oferecidas no mercado doméstico. O *Bond* mais líquido e com maior indexação é o NTN-D, ao qual são indexadas ao dólar, mas resgatados em moeda corrente doméstica (R$), ao contrário dos *Bonds Brady*. O NBC-E tem similar característica. Estes *bonds* medem o risco-país deduzindo apenas a taxa de juros externa do rendimento pago para esta *securitie*. Não são consideradas as taxa de *securities* colocadas diretamente com o Banco Central, mas sim somente as colocações com o público.

**Por fim, a medição mais utilizada e que vamos dar mais ênfase em nosso trabalho é aquela que compara as rentabilidades requeridas entre títulos soberanos externos.** Esta medição se relaciona à comparação de rentabilidade requerida por títulos de um determinado país *vis-à-vis* a um título conceituado de risco baixo. Neste caso, tecnicamente falando, o risco-país é medido a partir da sobretaxa que se paga em relação à rentabilidade garantida pelos bônus do Tesouro dos Estados Unidos, país considerado o mais solvente do mundo, ou seja, o título considerado mais seguro. Como se percebe o risco país assim definido é um indicador que reflete apenas o movimento dos preços e os retornos a eles associados dos títulos dos países participantes negociados no mercado financeiro internacional.

Os títulos emitidos pelo Tesouro Norte Americano (*Treasury Bonds*) são tidos como os mais estáveis internacionalmente e um aplicador, quando for tomar sua decisão de compra de títulos, irá comparar as opções disponíveis com a rentabilidade (o custo de oportunidade) oferecida pelo título americano. Quanto mais instável for considerado o título em questão, maior será a rentabilidade requerida acima do *T-Bond*. Esta diferença – entre o juro pago por um papel e a taxa oferecida por um título com prazo de vencimento semelhante pelo tesouro dos EUA, o *T-Bond* - considerado o papel mais seguro do mundo – é a base da definição do risco-país sob o conceito em questão. Assim, quanto maior for a taxa de risco de um país (que reflete a possibilidade do país pagar a sua dívida interna e, sobretudo, a externa), mais altos serão os juros requeridos por qualquer papel lançado por agentes deste país.

Dessa forma, o risco-país pode ser entendido como o prêmio, o *spread* ou o adicional que os títulos soberanos de um país devem pagar a mais do que pagam os títulos soberanos dos Estados Unidos, quando precisam emitir bônus para captação de recursos no exterior (Corrêa e Almeida Filho, 2002).

Livre das oscilações da taxa de câmbio do país, o *spread* entre os dois títulos refletiria o prêmio cobrado pelo mercado como compensação para o risco-país. É neste contexto que entra a análise do risco-país, que indica a um aplicador o grau de risco em se investir no país.

O indicador mais utilizado para esta medição é calculado pelo Banco Americano *JP Morgan Chase*[8] . Este banco calcula três indicadores de risco: EMBI, EMBI+ e o EMBI

[8] O banco americano JP Morgan Chase é uma das principais empresas de serviços financeiros globais com mais de US$ 700 bilhões em ativos e operações em mais de 50 países. Com sede em Nova York, atende 30 milhões de clientes de varejo, sob a bandeira Chase, e empresas, clientes institucionais e governos sob a bandeira JP Morgan.

Global. Mas o mais importante para a nossa análise é o EMBI+. Além desses índices o *JP Morgan* calcula também: *Emerging Markets Bond Index Global Diversified* (EMBIG Diversified), *Euro Emerging Markets Bond Index Global* (EURO EMBIG), *Euro Emerging Markets Bond Index Global Diversified* (EURO EMBIG Diversified ), *Emerging Markets Local Markets Index Plus* (ELMI+) e *Latin Eurobond Index*(LEBI).(Folha Online Dinheiro, 2004).

Destacamos que os EMBI são índices compostos de retornos auferidos a partir de uma carteira de títulos. Os títulos que são considerados nos EMBI são de dívida soberana, principalmente os bônus de reestruturação da dívida pelo Plano Brady. Vejamos no **Quadro 4** os títulos que compõem os EMBI. A metodologia de cálculo para os três índices é feita da seguinte forma: (a) calcula-se o retorno diário total de cada título de dívida individualmente; (b) para cada tipo de dívida (títulos *brady*, eurobônus, e empréstimos), calculá-se a média ponderada dos retornos diários de cada título, selecionados de acordo com sua participação no mercado; (c) calculá-se a média ponderada dos retornos diários do conjunto dos três tipos de títulos (*brady*, eurobônus e empréstimos)[9].

**Quadro 4**
**Títulos que compõem os EMBI**

| | |
|---|---|
| **Fixed-rate bonds** | |
| **- Par bonds** | Loans exchanged at "par" |
| Benefit to conuntry | Interest reduction |
| Coupon | Below-market constant fixed or step-up fixed |
| Original term | 25-30 years |
| Amortization | Bullet |
| Principal guarantee | Fully by U.S. Treasury zero bonds[1] |
| Interest quarantee | Partially by high-quality securities[2] |
| **- Capitalization bonds** | Interest is "capitalized" in early years |
| Benefit to country | Interest reduction in early years |
| Coupon | Fixed step-up |
| Original term | 20 years |
| Armortization | Begins 10 years from issuance |
| Principal guarantee | None |
| Interest quarantee | None |
| **Floating-rate bonds** | |
| **- Discount bonds** | Loans exchanged at a "discount" |
| Benefit to country | Principal reduction |
| | Spread over Libor |

[9] Todos os outros índices do JP Morgan mencionados acima usam o mesmo método de cálculo, exceto o ELMI+. As variações são referentes apenas aos valores e tipos de títulos cobertos pelos índices.

| | |
|---|---|
| Coupon | 30 years |
| Original term | Bullet |
| Armortization | Fully by U.S. Treasury zero bonds[1] |
| Principal guarantee | Partially by high quality securities[2] |
| Interest quarantee | |
| | Loans "converted" to bonds |
| **- Debt Conversion Bonds** | New money commitment |
| Benefit to country | Spread over Libor |
| Coupon | 17-25 years |
| Original term | Begins 5-20 years from issuance |
| Armortization | None |
| Principal guarantee | None |
| Interest quarantee | |
| | Bonds issuefor new money |
| **-New Money bonds** | New lending |
| Benefit to country | Spread over Libor |
| Coupon | 10-20 years |
| Original term | Begins 4-10 years from issuance |
| Armortization | None |
| Principal guarantee | None |
| Interest quarantee | |
| | Interest arrears exchange for bonds |
| **- Interest Arrears bonds** | Capitalization and securitization for arrears |
| Benefit to country | Spread over Libor[2] |
| Coupon | 9-20 years |
| Original term | Begins 3-10 years from inssuance |
| Armortization | None |
| Principal guarantee | None |
| Interest quarantee | |
| **Mixed fixed- and floating-rate bonds** | |
| **- FLIRBs** | Front-loated interest reduction bons |
| Benefit to country | Interest reduction in early years |
| Coupon | Below-market fixed rate; then floating |
| Original term | 15-18 years |
| Armortization | Begins 5-8 years from issuance |
| Principal guarantee | None |
| Interest quarantee | Partially by high-quality securities |

Fonte: Elaborado por JP Morgan (1995).

[1] Except Brazil and Poland: As Brazil implemented its exchange without IMF assistance, it purchased initial interest and/or principal collateral in the secondary market and will phase in the balance of collateral over the next two years; U.S. Treasury declined to arrange a special issue of zero-coupon bond collateral for Brazil. In the case of Poland, no interest guarantee are offered.

[2] Except Brazil, Poland and Ecuador: Brazil offered a mixed/floating-rate bond. Poland offers a step-up fixed coupon. Ecuador has the option of capitalizing interest on its PDI bonds.

Os chamados títulos *Bradies* são títulos que surgiram com a renegociação da dívida externa dos países emergentes, de acordo com a concepção do Plano Brady. O objetivo do Plano era que dívidas destes países sofreram um processo de securitização, sendo que os

*Bradies* foram lançados a 100% do valor de face. Entretanto, na medida em que a intenção era minimizar o peso da dívida externa dos países em desenvolvimento, os papéis passaram a ser negociados no mercado de balcão, com deságio sobre o valor de face.

Dentre os países latino-americanos o México foi o primeiro país a se inserir nos moldes do Plano Brady em 1990, ou seja, foi o primeiro país que teve sua dívida transformada em Bradies. O Brasil, por sua vez, foi o último país a renegociar a sua dívida externa, passando por um processo de securitização, em 1994. Sendo assim, a dívida antiga seria trocada por uma combinação de sete instrumentos, dos quais um era constituído pela opção de um contrato de reestruturação (*Restructuring Option*) e os demais estavam representados por um menu de seis modalidades de bônus. Sendo assim, o acordo da dívida externa brasileira contemplou a troca da dívida de responsabilidade do setor público por uma combinação de seis bônus de emissão da República, segundo Cerqueira (1997).(**Quadro 5**).

A partir da emissão desses bônus, a União passou a ser a devedora de todos os novos instrumentos emitidos em troca da dívida antiga. O Banco Central do Brasil deixou de vigorar como responsável pelas obrigações externas, ao contrário das reestruturações anteriores, em que a operação baseava-se na figura de um depósito junto ao BC, sendo este, formalmente, o responsável principal pelas obrigações externas. Nesse sentido, o acordo refletiu a intenção de reservar ao Banco Central funções típicas de Autoridade Monetária e Cambial, além de atender ao enfoque dado à questão da dívida externam, centrado no aspecto fiscal, e não no cambial.

O acordo firmado possibilitou ao Brasil realizar operações diversas que deram flexibilidade na administração de seu passivo, tais como a recompra de títulos no mercado, pré-pagamento e operações de troca dos títulos emitidos por novos títulos de termos distintos. O acordo previu também que os bônus emitidos pela União não estariam sujeitos a reestruturações futuras, nem serviriam de base de cálculo para eventuais pedidos de dinheiro novo.

**Quadro 5**
**Bônus Emitidos no Plano Brady**

| Bônus\ Características | Valor Emitido | Prazo de Amortização | Vencimento | Taxa de Juros | Garantia | Valor atual |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Bônus de Desconto (*Discount Bonds*)** | US$ 7,3 bi | 30 anos com pagamento único ao final dos trigésimo ano | 15/04/2024 | Libor de 6 meses mais 13/16% aa | 100% do montante do principal, e de 12 meses de pagamento de juros, sob o sistema de rolagem | US$ 2,18 bi |
| **Bônus ao Par (*Par Bond*)** | US$ 10,5 bi | 15 anos incluindo 9 anos de carência. Pagamento em 13 parcelas semestrais iguais | 15/04/2024 | Taxa fixa crescente até o sexto ano. A partir do sétimo 6%aa até o trigésimo ano | Garantia total do principal e de 12 meses de juros, sob o sistema de rolagem | US$ 1,99 bi |
| **Bônus de Redução Temporária de Juros - FLIRB** | US$ 1,7 bi | 15 anos, incluindo 9 anos de carência | 15/04/2009 | Taxa crescente nos 6 primeiros anos, passando a ser de Libor de 6 meses + 13/16% aa a partir do sétimo ano | 12 meses de garantia de juros, sob o sistema de rolagem, até o sexto ano. Não conta com a garantia do principal | US$ 607,07 milhões |
| **Bônus de Capitalização – "C" Bond** | US$ 7,9 bi | 20 anos, incluindo 10 anos de carência. Pagamento em 21 parcelas semestrais iguais | 15/04/2014 | Taxa crescente nos 6 primeiros anos passando para 8% aa a partir do 7 ano | n.a. | US$ 5,31 bi |
| **Bônus de Conversão da Dívida** | US$ 8,5 bi | 18 anos, incluídos 10 anos de carência. Pagamento em 17 parcelas semestrais iguais | 15/04/2012 | Libor de 6 meses +7/8% aa | n.a. | US$3,78 bi |
| **Bônus de Dinheiro Novo[10]** | US$ 2,3 bi | 15 anos, incluindo 7 anos de carência. Pagamento em 17 parcelas semestrais iguais | 15/04/2009 | Libor de 6 meses +7/8% aa | n.a | US$ 1,77 bi |

Fonte: Cerqueira (1997)

A maior parte dos papéis lançados foi distribuída aos grandes bancos (*market makers*), credores das dívidas dos países em questão. Eles são responsáveis pelo abastecimento do mercado e os grandes lotes de títulos são negociados entres estas instituições. Conforme observamos os papéis são negociados no mercado de balcão, com deságio. São feitos vários tipos de operações entre diversos tipos de participantes.

Os principais participantes deste mercado são (Camba, 1998):

[10] O Bônus de Dinhero Novo (*New Money Bond*) foi o instrumento de opção dos credores que decidiram emprestar dinheiro novo ao país. Para cada 5,5 dólares de dívida antiga transformada em *Debt Conversion Bond,* o credor externo obrigou-se a emprestar em dólar de dinheiro novo ao Brasil, mediante aquisição de *New Money Bond.*

►Grandes Bancos – Bancos Americanos e Europeus que eram os credores do país e ficaram com grandes lotes dos títulos da dívida externa negociada;

►Bancos Menores – instituições financeiras que compram Bradies dos grandes bancos com o intuito de abastecer seus clientes(investidores finais) ou mesmo de montar sua própria carteira;

►Brokers – corretoras que intermediam as operações entre os grandes bancos

►Investidor Final – agentes que compram e vendem Bradies (fundos de investimento, pessoas jurídicas, grandes fortunas) negociando geralmente com bancos menores. Quem carregar os títulos até o vencimento receberá a rentabilidade do mesmo (*Yield*);

►Fronting – instituições responsáveis pela liquidação financeira dos negócios;

►Euroclear – câmera de compensação;

Dentre as várias operações possíveis as mais importantes são as listadas abaixo:

►Repo – Operação com acordo de recompra. A partir desta operação um grande banco financia a compra de Bradies para um pequeno banco. Além do emprestador cobrar juros ele fica com os *Bradies* como garantia. Quando o pequeno banco pagar a sua dívida, o repo é desfeito e os *Bradies* são finalmente repassados ao pequeno banco que as comprou.

►Aluguel – Um grande banco, detentor de *Bradies*, empresta estes títulos a um pequeno banco em troca de uma taxa de juros por este empréstimo. Muitas vezes este grande banco aluga os *Bradies* que são efetivamente seus, mas que estão em sua carteira como forma de garantia por conta de um repo.

►Buy-in – operação em que um banco(w) comprou *Bradies* de um outro(z) e não recebeu os títulos. Desta forma, compra papéis de outra instituição(k), sendo o pagamento efetuado pelo banco(z), que não havia honrado a entrega de papéis.

Como se percebe neste mercado há a possibilidade de várias operações alternativas e a sua maior atratividade é a liquidez

A partir destas considerações gerais, passamos a análise dos três indicadores citados.

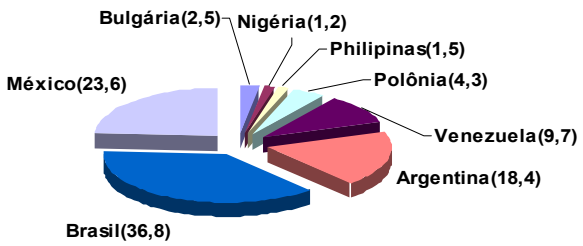
### 2.2.1- EMBI

O EMBI é um índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes. Foi criado em 1992, e atualmente representa 11 países: Argentina, Bulgária, Equador, México, Nigéria, Panamá, Peru, Polônia, Rússia e Venezuela. Este índice serve de base para o EMBI+ e o EMBI Global. Este índice é composto de retornos auferidos a partir de uma carteira de títulos selecionados e provêm da média ponderada dos retornos de cada título selecionado de acordo com sua participação no mercado. Mais precisamente, é um índice de retorno total de transações de *Bradies* no mercado denominado em dólar e outros bônus da reestruturação da dívida soberana.

A composição do EMBI e o peso por país no início da pesquisa – Dezembro de 1994 – mostram que os países latino-americanos representam 88,5% do EMBI, enquanto os não latinos ocupam somente 11,5% do EMBI. Nesta época o índice era composto somente por oito países emergentes. Hoje como vimos acima o índice cobre 11 países. Outro importante aspecto do EMBI é a divisão dos papéis em fixos e flutuantes. Os papéis flutuantes dominam o índice, ocupando 60,6% da capitalização no mercado.

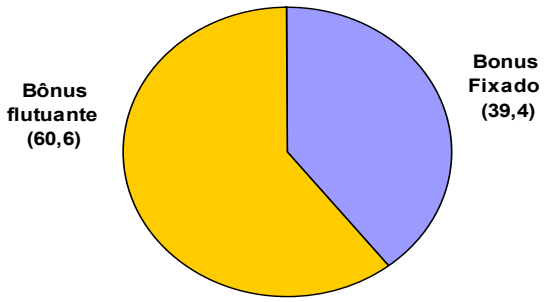
O **Quadro 6** apresenta, em dezembro de 2004, os papéis emitidos pelos países emergentes que compunham este índice, bem como o grau de liquidez de cada título emitido pelo país. Vemos por este quadro que os papéis mais líquidos são do Brasil e Argentina, dois países emergentes da América Latina. Em contraposição, os países emergentes fora da América Latina possuem um grau de liquidez inferior de seus papéis, fazendo com que em momentos de crise estes papéis não serão os primeiros a serem vendidos, conseqüentemente, a volatilidade desses papéis se torna menor que os papéis emitidos, por exemplo, pelo Brasil e Argentina, que por serem altamente líquidos são os primeiros papéis a serem vendidos em caso de um ambiente desfavorável.

**Gráfico 4**
**Composição do EMBI por país**
**Valor de face (%), em 30 de Dezembro de 1994**




Fonte: JP Morgan (1995)

**Gráfico 5**
**Composição do EMBI por tipo de categoria**
**Valor de face (%) em 30 de Dezembro de 1994**




Fonte: JP Morgan (1995)

**Quadro 6**
**Composição do EMBI – Dezembro de 1994**

| | Início do índice | Valor de Face em $ mil | Mercado de Capitalização $ Mil | % | Liquidez do rating |
|---|---|---|---|---|---|
| **Argentina** | | | | | |
| Discont bons | Mai 1993 | 4,137 | 2,544 | 3,6 | L2+ |
| FRBs | Nov 1993 | 7,838 | 5,135 | 7,3 | L1 |
| Par bons | Mai 1993 | 12,492 | 5,300 | 7,5 | L1 |
| **Bulgária** | | | | | |
| IABs | Dez 1994 | 1,513 | 673 | 1,0 | L2 |
| FLIRBs –A | Dez 1994 | 1,421 | 322 | 0,5 | L2 |
| Discount bonds | Dez 1994 | 1,550 | 759 | 1,1 | L2 |
| **Brasil** | | | | | |
| IDU bonds | Dez 1992 | 6,892 | 5,759 | 8,5 | L1 |
| C-bonds | Jul 1994 | 7,388 | 3,643 | 5,2 | L1 |
| Par bonds – AY3, Y4 | Ag 1994 | 8,963 | 3,711 | 5,3 | L1 |
| Discounts – Z | Set 1994 | 5,339 | 3,357 | 4,8 | L1 |
| EI bonds | Sep 1994 | 4,331 | 2,931 | 4,2 | L1- |
| DCBs | Sep 1994 | 8,484 | 5,159 | 7,3 | L2 |
| 1994 Dinheiro Novo | Out 1994 | 2,110 | 1,325 | 1,9 | L2 |
| **México** | | | | | |
| 2008 Aztec bonds | Jan 1991 | 2,220 | 2,042 | 2,9 | L2+ |
| Discount Bonds | Jan 1991 | 7,949 | 5,916 | 8,4 | L1 |
| Par bonds | Jan 1991 | 15,674 | 8,627 | 12,3 | L2+ |
| **Nigéria** | | | | | |
| Par bonds | Fev 1992 | 2,051 | 854 | 1,2 | L2 |
| **Filipinas** | | | | | |
| CDBs – B | Abr 1993 | 69 1 | 624 | 0,9 | L2 |
| Bonds de dinheiro | Jul 1991 | 862 | 785 | 1,1 | L2 |
| novo | Mar 1993 | 1,741 | 1,063 | 1,5 | L2 |
| Par bonds - B | | | | | |
| **Polônia** | | | | | |
| Discount bonds | Dez 1994 | 2,676 | 1,959 | 2,8 | L2 |
| PDI bonds | Dez 1994 | 2,447 | 1,092 | 1,6 | L2 |
| **Venezuela** | | | | | |
| DCBs – DL | Jan 1991 | 5,353 | 2,448 | 3,5 | L1 |
| FLIRBs | Abr 1993 | 2,609 | 1,240 | 1,8 | L2 |
| Par bonds | Jan 1991 | 6,694 | 3,151 | 4,5 | L2+ |

Fonte: JP Morgan (1995)

### 2.2.2- EMBI+

O EMBI+ que significa *"Emerging Markets Bond Index"* foi criado pelo JP Morgan em 1992 representando 11 países. Mas desde 30 de Abril de 2003, segundo informações fornecidas pelo Banco Americano, o índice passou a cobrir os títulos emitidos por 19 países, dos quais os latino-americanos representam cerca de 60% desse indicador. Os países da América Latina cobertos pelo índice são: Argentina, Brasil, Colômbia, México, Panamá, Peru, Equador e Venezuela e os não latinos são: Bulgária, Egito, Malásia, Marrocos, África do Sul, Turquia, Ucrânia, Polônia, Rússia, Nigéria e Filipinas.

Este índice é uma medida de risco dos títulos emitidos pelos países emergentes, que apresenta o retorno médio diário de títulos de divida denominados em dólares dos EUA, que incluem três títulos: *bradies*, empréstimos e *eurobônus*.

Para fazer parte do EMBI+ a seleção dos países tem como critério os *ratings* (notas, avaliações) de crédito (Folha Online Dinheiro, 2004):

a) um país precisa ter nota BBB+/Baa1 ou inferior de acordo com nota exigida para dívida externa de mercados emergentes pelas agências de classificação de risco *Standard & Poor's e Moody's*, logo é um índice relacionado a países considerados como "perigosos". Quando um país recebe um *rating* A-/A3 ou superior das agências, é eliminado do índice no último dia de negócios do mês corrente. Um título eliminado do índice não pode fazer parte de sua composição novamente nos 12 meses seguintes. Um título só pode ser acrescentado ao índice se estiver a um mínimo de dois anos e meio do vencimento na data em que estiver sendo qualificado para compor o índice para ser incluído.

b) quanto aos títulos escolhidos - é necessário fazer parte de uma emissão mínima de US$ 500 milhões e ser negociado internacionalmente, como por exemplo, por meio da *Euroclear* (sistema central computorizado de liquidação física e financeira das transações de títulos internacionais). Os títulos da dívida são selecionados com base em um critério de liquidez. A partir de 30 de Abril de 2004, o EMBI+ passou a ser composto por 90 títulos.

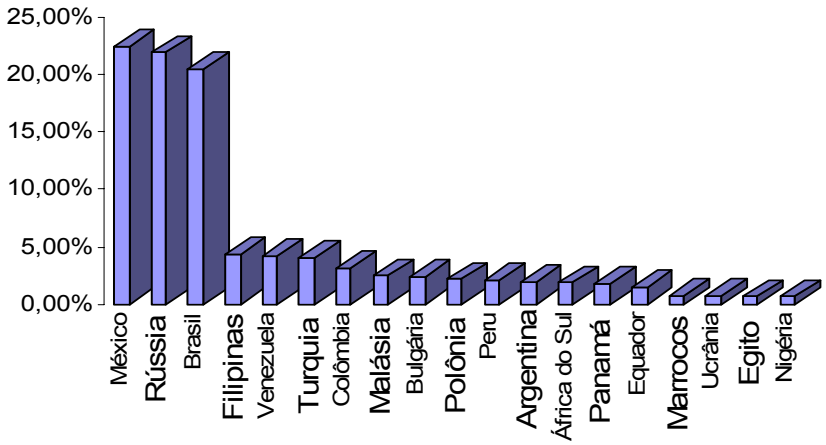
O EMBI+ é calculado diariamente e divulgado no fim do dia (horário de Nova York) pelas agências *Bloomberg* e *Reuters*, fontes primárias de publicação do índice. Durante o dia,

estão disponíveis os valores em tempo real. Sua composição é reavaliada mensalmente e o rebalanceamento acontece no fim de cada mês.

Este índice é composto de sub-índices de cada país participante, que consiste em montar uma carteira-padrão de títulos da dívida externa de países emergentes, em proporções que refletem o peso de cada país no mercado de dívida soberana. E para cada país trabalha-se com uma cesta de títulos, com pesos proporcionais aos volumes transacionados. O peso do Brasil no índice é de 20,5%, atrás do México com 22,4% e a Rússia com 21,9%(ver gráfico abaixo). No caso brasileiro, o índice que reflete o risco do Brasil é o EMBI+ Brasil. Os títulos que são considerados para o cálculo do EMBI+Brasil são: Global 05, 06, 07, 08, 09, 10, 12, 20, 24, 27, 30, 40, C-Bond, DCB (*Discount Bonds* –Z), Flirb, NMB (*New Money Bonds* – 1994), Pars – Z e EIB (*Elegible Interest Bonds*). Mas o título de grande relevância do Tesouro é o "C-Bond" (Gazeta Mercantil, 2002). O C-Bond é um título soberano emitido em 15 de Abril de 1994 (US$ 7,387 milhões) com vencimento em 15 de Abril de 2014, que substituiu o IDU[11]. No caso específico do Brasil, o C-Bond é o título mais negociado no exterior e a diferença entre a remuneração requerida deste título *vis-à-vis* ao *T-Bond* dá a base ao que se convencionou chamar de risco-Brasil.

**Gráfico 6**

**Composição do EMBI+ por País**




Fonte: JP Morgan (2003).

[11] O IDU são Bonds emitidos pela República Federal do Brasil sobre os termos do acordo de refinanciamento do Plano Brady. O valor emitido foi de US$ 7,2 milhões, a data de emissão foi dia 20 de Novembro de 1992. A maturidade foi até Janeiro de 2001, e sua média de vida foi de 5 anos.

O EMBI+ tem por objetivo criar um parâmetro no mercado que reflita com precisão e objetividade os retornos obtidos com a variação de preços e de rendimento com juros de uma carteira passiva de títulos da dívida de mercados emergentes. Com base nesse número, tanto os investidores, como a equipe de estratégia de dívida soberana do JP Morgan, utilizam como um parâmetro de avaliação ("benchmark") independente. Essa equipe também usa o índice para fazer recomendações de investimento. Nesse sentido, o índice é um orientador para os investidores. O risco-país indica aos investidores que o preço de se arriscar a investir em um determinado país é mais ou menos elevado. Quanto maior o risco, menor será a capacidade do país de atrair investimentos.

### 2.2.3- EMBI Global

EMBI Global é calculado da mesma forma que o EMBI+, mas segue um critério de diferente do EMBI+ para incluir os países. Como mostra o **Quadro 7**, o EMBI Global inclui os países classificados como de renda média ou baixa pelo Banco Mundial. O critério para inclusão de títulos no EMBI Global não é tão rígido quanto no EMBI+, já que o EMBI Global leva em consideração preços registrados em transações ainda que os títulos associados sejam de pouca liquidez.

A partir de 30 de Abril de 2003, o EMBI Global passou a cobrir 31 países, dentre eles: Argentina, Brasil, Bulgária, Chile, China, Colômbia, Costa do Marfim, Croácia, República Dominicana, Equador, Egito, El Salvador, Hungria, Líbano, Malásia, México, Marrocos, Nigéria, Panamá, Peru, Filipinas, Polônia, Rússia, África do Sul, Coréia do Sul, Tailândia, Tunísia, Turquia, Ucrânia, Uruguai e Venezuela (Folha Online Dinheiro, 2004). No **Gráfico 7** estão representados os pesos por países e regiões que compõem o índice EMBI Global. Estes nos mostram que os países da América Latina possuem um maior peso na composição do índice em termos de volume e da liquidez de títulos externos, principalmente, Argentina e Brasil.

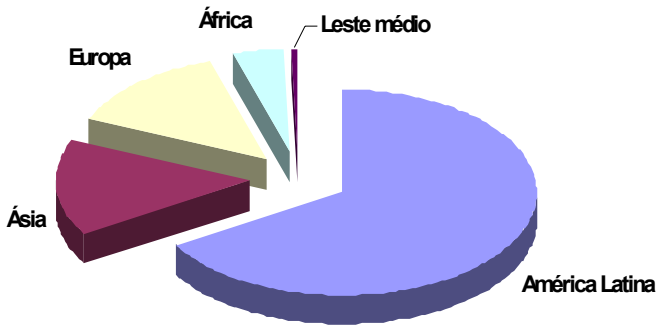
**Quadro 7**
**Índices EMBI+ versus EMBI Global**

| **Inclusion Criteria** | **EMBI+** | **EMBI Global** |
|---|---|---|
| **Country requirements** | Rated Baa1/BBB+ or under by Moody's/ S&P's | Low/Middle income for two consecutive years as per World Bank |
| **Instrument requirements**<br>Minimum issue size<br><br>Maturity requirements for initial entry<br><br>Maturity requirements to maintain inclusion | <br>$500 million<br><br>At least 2,5 years until maturity<br><br>At least 1 year until maturity | <br>$500 million<br><br>At least 2,5 years until maturity<br><br>At least 1 year until maturity |
| **Liquidity criteria** | Yes – must pass a series of liquidity tests(a minimum bid/ask price and specific number of interdelear broker quotes | Daily available pricing from an interdealer broker or JP Morgan |
| **Face amt constrained** | No | No |
| **Includes quasi-sovereign** | No | Yes |

Fonte: JP Morgan (2004)

**Gráfico 7**

**Peso (%) por região que Compõem o EMBI Global**




Fonte: JP Morgan (2003)

Mas há uma grande dificuldade de se medir o risco-país (Canuto, 2002):

(a) a primeira questão a se tratar é o viés introduzido pela pesquisa de valoração, ou seja, o fato de que a oferta e a demanda dos ativos são influenciadas por diversos fatores que vão além das variações na percepção de riscos refletem vários fatores. Influenciam nesse contexto as alterações de humor quanto à confiança dos aplicadores na qualidade de informações e nos parâmetros mais gerais de cálculo, o estado de sua aversão a riscos, a liquidez colocada pelas políticas monetárias de economias desenvolvidas e outros fatores de curto prazo. Em contraste com a perspectiva mais estável e de maior alcance temporal buscada nos *ratings*, os índices de preços de mercado são sensíveis a eventos conjunturais, de curto prazo, o que leva a flutuações gerais ou específicas a países. Este problema é mais agudo quando se trata de ativos mais líquidos e cuja transação obedece freqüentemente a vários objetivos;

(b) outra dificuldade diz respeito às causas que provocam as diferenças de retorno e prêmios de risco. A influência das políticas monetárias domésticas sobre as taxas de rendimento dos ativos locais pode implicar, através da arbitragem entre mercados internos e externo, que o prêmio de risco seja determinado endogenamente, adequando-se de modo residual a um diferencial de juros mantido pela autoridade monetária do país emergente, mirando outros motivos.

Essas dificuldades em se medir o risco-país apontam para um sentido oposto de seu real objetivo.O real objetivo do risco-país é medir a exposição à perda em operações de crédito internacional derivada de uma ação do governo, independente das partes envolvidas, no caso a empresa e o investidor. Na prática esta medida aponta a possibilidade de mudanças de regras e restrição nos movimentos de capitais.

Conforme já vimos, num contexto de globalização, onde os investidores podem diversificar seus ativos e aplicá-los em todo o mundo obtendo ganho na forma de arbitragem, os investidores adotam o princípio de livre circulação do capital, ou seja, o capital poder entrar ou sair quando quiser. Nesse sentido, o risco-país tenta alertar estes investidores sobre possíveis mudanças nas regras de saída. Como podemos observar isso é uma medida totalmente desvinculada da capacidade das empresas de honrarem suas dívidas.

O segundo erro apontado é quanto à nota de classificação de risco. Essa nota considera uma série de indicadores econômicos e financeiros, que são julgados e classificados pelas

agências *Moody's* e *S&P's*, e um desses indicadores é a taxa de juros dos títulos do governo. Esse indicador pode "sujar" a nota da agência, porque os títulos da dívida do governo têm seu preço formado considerando seu grau de liquidez, independente de sua remuneração ou risco. Um exemplo muito comum é do C-Bond, um dos títulos mais líquidos dos mercados emergentes. Quando o investidor quer ajustar sua carteira, reduzindo sua exposição ao risco, naturalmente altera sua posição nos títulos que consegue vender (e posteriormente repor) com mais facilidade. Com isso, tem-se a impressão que outros países mais frágeis obtêm um preço melhor no mercado. O que não é verdade. Seus títulos não sofrem perdas porque não conseguem ser negociados (Revista Você/S. A, 2002).

Como o C-Bond é lançado pelo Brasil, e ele é um dos títulos da dívida dos países emergentes mais líquidos no mercado internacional, isso piora a situação do Brasil. A volatilidade de preço do C-Bond é sempre maior em relação aos preços de outros títulos semelhantes. Isto faz com que ele seja o primeiro papel a ser vendido pelos aplicadores estrangeiros quando ocorrem crises em países emergentes. Além disso, os títulos públicos emitidos pelo Brasil no exterior quase não são negociados por agentes brasileiros ou residentes no país, mas preponderantemente por corretores de *Wall Street*. Como estes títulos são fáceis de serem negociados, ou têm maior liquidez relativa, sua cotação em bolsa oscila mais que outros papéis.

Assim, a dupla característica da globalização, de liquidez e volatilidade é, contraditoriamente, ruim para o grau de liberdade da política macroeconômica, porque o C-Bond reage muito rapidamente às crises dos mercados emergentes. Isso significa que o índice risco-Brasil é um termômetro para a compra de títulos brasileiros no exterior (privados e públicos) e também para o ingresso de capitais no país, e não um indicador para a capacidade de pagamento/honra do governo e empresas.

O que queremos destacar e que retomaremos mais adiante em nosso trabalho é que o risco país é o indicador de rentabilidade requerida pelos capitais sobre o título do Tesouro Americano para ingressar em um determinado país, sendo que isto afeta o nível das taxas internas de juros. Retomaremos esta questão de novo no Capítulo III.

# CAPÍTULO III – FLUXOS DE CAPITAIS NOS PAÍSES EMERGENTES E AS AGÊNCIAS DE *RATINGS* - UMA ANÁLISE PÓS ANOS 1990

## 3.1- DEFINIÇÃO DA PERIODIZAÇÃO

Quando vamos analisar a questão dos fluxos de capitais, principalmente, a partir do momento em que cresce a internacionalização financeira nos anos 1970, podemos distinguir ciclos financeiros, que envolvem momentos de ascensão e queda de liquidez via mercados financeiros internacionais.

Em nosso trabalho vamos fazer a seguinte periodização:

- década de 1970 a 1980: ocorre um ciclo longo de abundância de recursos no mercado financeiro internacional, sendo que os recursos ingressavam fortemente sob a forma de empréstimos bancários;

- 1980 a 1984: retração dos recursos nos mercados financeiros internacionais e problematização do pagamento das dívidas;

- 1985 a 1998: novo ciclo longo de abundância de recursos no mercado financeiro internacional, sendo que, graças às inovações financeiras, citadas no Capítulo I, grande parte dos recursos ingressa via mercado de capitais (Investimento em Carteira) além dos movimentos de depósitos (Outros Investimentos).

- 1998 a 1999: retração de recursos e queda de liquidez nos mercados financeiros internacionais;

- 2000 a 2004: período marcado por um movimento contínuo de expansão e retração de recursos. Estes movimentos são denominados de períodos de *feast or famine*, que são fases rápidas de abundância seguidas por outra de escassez de recursos (*World Economic Outlook do FMI, 2004*).

Considerando o pano de fundo desta periodização, faremos uma análise para alguns países emergentes, como Brasil, México, Coréia e Rússia, dos fluxos de capitais no período de

1990 a 2003, articulando este movimento com as variações dos índices EMBI+ - risco-país - e as notas das agências de rating.

Para entender a lógica destes fluxos, destacamos os principais componentes das Contas Financeiras dos países em questão, a partir de dados do FMI. Estes dados estão disponibilizados, seguindo o manual de Balanço de Pagamentos do FMI (BPM5)[12], publicado em 1993. Esta edição fixa as normas internacionais para o registro das informações das contas externas de forma integrada, englobando os fluxos (Balanço de Pagamentos) e os estoques de ativos e passivos financeiros (Posição Internacional de Investimentos).

Na Conta Financeira estão registrados os fluxos decorrentes de transações com ativos e passivos financeiros entre residentes e não-residentes, ou seja, há um item destinado a registrar fluxos envolvendo ativos externos detidos por residentes no Brasil e outro para registrar a emissão de passivos por residentes cujo credor é não-residente. A conta Financeira é dividida em quatro grupos.

1) Investimento Direto;
2) Investimento em Carteira (*portfólio*);
3) Derivativos;
4) Outros Investimentos.

Para os nossos propósitos, este trabalho destaca especialmente os movimentos das contas "Investimento em Carteira" e "Outros Investimentos".

O grupo "Investimento em Carteira" registra fluxos de ativos e passivos constituídos pela emissão de títulos de crédito comumente negociados em mercados secundários de papéis. Os componentes principais de investimento em carteira sob as modalidades de ativos e passivos são os títulos de participação no capital e os títulos de dívida, negociados ou negociáveis em mercados organizados e outros mercados financeiros. Os títulos de dívida se subdividem em bônus e *notes* e instrumentos do mercado monetário. Os valores do mercado monetário incluem as Letras do Tesouro, *commercial paper*, aceites bancários e certificados de depósitos negociáveis, cujo prazo de vencimento original seja de um ano ou menos. (FMI – BPM5, 1993, §387 e §391).

---

[12] *Balance of payments, 5th ed. – Washington, DC, USA: International Monetary Fund*, 1993.

O grupo "Outros Investimentos" engloba: créditos comerciais, empréstimos, movimentos de moedas e depósitos e "outros".

Os Créditos Comerciais compreendem ativos e passivos relacionados com a concessão direta de crédito por parte de fornecedores e compradores em transações de bens e serviços e pagamentos antecipados por produtos em elaboração. Não se incluem os empréstimos para financiar o comércio, porque são classificados como empréstimos. Ainda que por sua natureza os créditos comerciais e os pagamentos antecipados sejam de curto prazo, esses são subdivididos em duas categorias: a curto e a longo prazo (FMI – BPM5, 1993, §414).

Como Empréstimos estão incluídos os ativos financeiros criados quando um credor empresta recursos diretamente a um tomador, mediante acordo em que o emprestador ou não recebe nenhum título de crédito ou receber um instrumento/documento não negociável (FMI – BPM5, 1993, §415).

Quanto à conta Moeda e Depósitos, o primeiro componente compreende as cédulas e as moedas que estão em circulação. Utiliza-se para essa finalidade a moeda nacional – (passivo) em poder de não-residentes e a moeda estrangeira (ativo) em poder de residentes; e na categoria de depósitos incluem-se os depósitos transferíveis e outros depósitos, podendo estar em moeda nacional ou estrangeira (FMI – BPM5, 1993, §420).

Por fim a conta "Outros Ativos e Passivos" incluem todas as demais partidas que não sejam créditos comercias, empréstimos ou moeda e depósitos estão agrupadas como outros ativos ou outros passivos; por exemplo, as subscrições de capital de organizações internacionais não-monetárias e diversas contas a receber e paga. (FMI – BPM5, 1993, §422).

Vejamos mais detalhadamente os dois ciclos de liquidez que marcam os anos de 1990 a 2003.

## 3.2 – O CICLO DE LIQUIDEZ 1990 – 1998: CRISES E SEUS IMPACTOS SOBRE OS PAÍSES EMERGENTES

Antes de irmos adiante, retomamos as ocorrências dos períodos pretéritos a fim de traçar o ambiente que se colocara para os países emergentes em meados da década de 1980.

### 3.2.1- Características básicas do fluxo de recursos 1990 – 1998.

Iniciando esta explicação, podemos dizer que a década de 1970 foi marcada por um largo ciclo financeiro, encerrado no início da década de 1980 (Grifth-Jones e Sunkel, 1990). É preciso destacar que este ciclo tem características particulares que o diferenciam do ciclo longo mais recente. Após o primeiro choque do petróleo, tendo em vista a necessidade dos bancos internacionais em reciclar os petrodólares (superávits dos países da OPEP) depositados em suas contas no Euromercado, observa-se uma fartura de capitais para empréstimos, fato facilitado pelas já citadas inovações financeiras das décadas de 1960 e 1970.

Estes capitais se dirigiram para os chamados "países periféricos" via bancos, sob a forma de empréstimos sindicalizados e, dessa forma, uma primeira questão a destacar é que a heterogeneidade dos agentes envolvidos é menor do que a que se apresentará a partir do processo de securitização. O segundo ponto a destacar é que os capitais que se movimentam via bancos, têm perfil menos volátil do que os que se vinculam a mercados de capitais, que dominarão os fluxos mais recentes.

Conforme já indicado em nosso Capítulo I, no início da década de 1980 ocorre forte retração das fontes de financiamento externo voluntário, por conta da crise da dívida externa que atingiu os países da América Latina (Grifth-Jones; Sunkel 1990, Baer, 1993). Em 1982 a decisão mexicana de declarar moratória desencadeou as crises das dívidas latino-americanas, sendo que até então, estes países tinham suas Contas de Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos operando com elevado grau de controle. Caem abruptamente os ingressos de capitais voluntários, mas, ainda assim, muitos credores não reduziram a concessão de novos empréstimos, o que permitiu de certa forma a rolagem das dívidas. No entanto, a necessidade de um maior ingresso de recursos resultante do maior peso da Conta Serviços (e dos juros) e da situação de *stop and go* da Balança Comercial, geram um contínuo problema de fechamento dos Balanços de Pagamentos dos países devedores. A reversão dessa fase de escassez de divisas foi lenta e prolongada, sendo que os credores (reduzidos e especializados em operações de crédito) puderam coordenar sua atuação para impedir a ocorrência de perdas patrimoniais.

Em meados da década de 1980, observa-se um novo ciclo de liquidez internacional. A volta de recursos para os países latino-americanos, neste período, tem a ver com as já descritas inovações financeiras dos anos de 1986/1990 e coincidiu com o início das reformas impostas pela "globalização financeira", seguindo as linhas de direção definidas pelo "Consenso de Washington" para os países devedores. No caso dessas recomendações destaca-se principalmente o processo de liberalização da conta capital dos países em geral; o que se articulou com o processo de securitização como nova forma de alavancagem de recursos e a ascensão dos investidores institucionais como grandes compradores de papéis.

Neste contexto, ademais, os países "emergentes" adotam políticas de estabilização monetária baseadas em âncoras cambiais (graças à forte entrada de capitais, o câmbio desses países passa a se valorizar). Para encerrar a configuração do novo ambiente, os países devedores renegociam suas dívidas sob a égide do Plano *Brady* abrindo espaço para que se inicie um novo ciclo de endividamento, onde grande parte do mesmo passa a ser feito via emissão de títulos. Estes ajustes foram efetuados de forma e em épocas distintas pelos países devedores, mas, via de regra, estas reformas ocorreram entre meados da década de 1980 e meados da década de 1990.

O forte fluxo de capitais que começa a se estabelecer a partir daí (inicialmente de curto prazo) acarretou alta nos preços dos ativos financeiros (ações e títulos) das economias emergentes, causando o aumento do ingresso de investidores internacionais em busca de alta rentabilidade. Destacam-se aqui duas questões: primeiro que parte importante destes fluxos se vincula a investidores institucionais, especialmente fundos de pensão e fundos de investimento via mercado de capitais; segundo que estes capitais ingressam nos países para comprar papéis que tenham grande rentabilidade e para realizar ganhos de arbitragem. O destaque é para o fato de que eles buscam uma alta flexibilidade, sendo que a lógica do ganho de arbitragem já foi explicada anteriormente no Capítulo II.

Além da entrada de capitais pela via de compra de títulos e ações, observa-se, também, o ingresso de elevados montantes via Investimento Direto efetuados, em grande parte, graças aos processos de privatização, que ocorrem principalmente em vários países da América Latina.

À medida que o ciclo de liquidez se expande, aumentam as operações mais especulativas, realizando operações cada vez mais alavancadas e utilizando-se esquemas de

descasamentos de divisas. Com isso, ocorre, de certa forma, uma bolha especulativa nos ativos das economias emergentes.

Dessa forma, a década de 1990 pode ser caracterizada, principalmente, para os países emergentes, como um período em que estes voltaram a ter acesso ao circuito financeiro internacional, revertendo a situação da década anterior: de restrição de liquidez e de baixo financiamento externo. Destaca-se que o retorno do fluxo de capitais internacionais se deu no contexto de baixas taxas de juros nas principais economias do mundo e de alta liquidez internacional. Estes elementos caracterizavam esta primeira fase que iremos tratar: o período de 1990 – 1998.

Observa-se então que a volta de recursos aos países emergentes e especialmente para os países da América Latina, para refinanciar as contas externas dos mesmos, se deu por conta do fenômeno das já citadas inovações financeiras que magnificaram o processo de globalização que geraram um novo ciclo de liquidez e pela assunção dos investidores institucionais, determinações estas ditadas pelos países centrais.

A explicação do direcionamento dos recursos para os países periféricos se dá também por outra questão ligada a fatores dos capitais em geral: aquela vinculada à política monetária dos EUA, que manteve a taxa de juros internacionais em um patamar baixo. Para se ter uma idéia, a taxa de juros nominal dos Estados Unidos estava, em 1991, 50% abaixo dos níveis de 1989. O que se observa é que no início da década de 1990 ocorrem mudanças na Conta Capital e Financeira dos Estados Unidos; registrando-se saídas líquidas de capitais, após um longo período de entradas líquidas. Parte desta saída se relaciona à saída de capitais privados dos Estados Unidos para a América Latina em busca de maior rentabilidade[13]. Calvo, Leiderman e Reinhart (1993) destacam que as condições cíclicas nos países desenvolvidos teriam sido as principais responsáveis pelo direcionamento dos fluxos de capitais para a América Latina.

A este cenário é que se agregam as atuações mais diretas dos países periféricos para atraírem capitais: (i) via reestruturação da dívida externa dos países nos moldes do Plano *Brady*; e (ii) por condicionantes internos, que disseram respeito ao processo de adequar internamente o país às "normas" ditadas pelas finanças globalizadas[14], isto é, *"aos processos*

[13] Calvo (1993) estima que cerca de 60% dos fluxos de saída de capitais dos Estados Unidos esteja vinculado a esta dinâmica.
[14] A respeito dos processos de liberalização financeira ver Prates (1997).

*de globalização financeira que redundaram em um aumento do grau de abertura financeira dos países latino –americanos*" (Carcanholo e Painceira, 2004).

Já vimos que estes processos vieram articulados a justificativas teóricas, como a da Teoria da Repressão Financeira, sendo que a nova inserção das economias emergentes na economia mundial, na década 1990, se relacionou a uma série de reformas, tanto no ambiente interno, quanto no externo, que condicionaram, de certa forma, a retomada do fluxo de capitais.

Uma das reformas centrais e que são o cerne do grande fluxo de recursos que se dirige aos países periféricos na década de 1990 refere-se à abertura financeira. Este movimento conjunto de abertura financeira, liquidez internacional via mercado de capitais e o potencial de ganhos especulativos geram grandes fluxos de entrada e saída de capitais. Observamos, então, que o livre movimento de capitais em ambientes que geram oportunidades de arbitragens e ganhos de longo prazo magnificam as aplicações de *portfólio* (investimento em carteira) na Conta Financeira do Balanço de Pagamentos. Magnífica-se também a possibilidade de movimento de capitais de curto prazo na conta Outros Investimentos; especialmente aqueles que se relacionam a fluxos de depósitos (de estrangeiros e residentes).

Observamos que as já citadas inovações financeiras, que haviam se desenvolvido ao longo dos anos 1980/1990, aumentaram o papel dos mercados de capitais no levantamento de recursos e como lócus de aplicação de capital, sendo que estas inovações aumentaram o potencial do fluxo internacional de capitais. Neste sentido, a adequação exigida aos países periféricos foi no sentido de que estes incorporassem a liberalização da Conta Capital e Financeira dos seus Balanço de Pagamentos, especialmente quanto ao fluxo de recursos para mercados de capitais e mercados monetários.

O movimento que queremos tratar envolve a compreensão de que a partir desse processo de globalização financeira, com maior grau de abertura, as economias emergentes passam a enfrentar um maior grau de vulnerabilidade financeira externa, porque o fluxo de capitais passa a ser mais volátil e pode estar relacionado a ciclos financeiros, que se encadeiam, como uma sucessão de períodos de elevada liquidez ou escassez de recursos. No que tange mais especificamente o período de liquidez que estamos destacando (meados dos anos de 1980 até 1998) observa-se um forte ingresso de capitais nos países emergentes.

O ciclo de liquidez que se inicia em 1990 vai basicamente até 1998, sendo considerado um período de ampla liquidez internacional, em que os recursos migravam facilmente para os países emergentes. Durante este ciclo ocorrem já alguns choques. Estes choques se iniciam com a crise do México, que mostra o potencial de que parte dos capitais ingressantes nas economias podem cair rapidamente das economias afetadas pelas crises cambiais. Ademais começa a ficar claro que as economias indicadas como "vulneráveis" pelas Agências de *Ratings* vão sofrer o "efeito contágio". Dentro deste rol estão necessariamente todos os países que estão na categoria de "sub-investimento".

A crise do México não indica uma reversão do ciclo de liquidez, mas já mostra esta fragilidade. Este ciclo começa a se encerrar com a crise da Ásia e efetivamente se gera problemas mais profundos com a crise da Rússia. Entre 1998 e 1999 se observa uma forte estagnação de recursos para os países periféricos.

Considerando então a compreensão do significado do processo de globalização e da lógica dos principais fluxos a ele vinculado, seguimos a interpretação de que as crises financeiras e seus efeitos de contágio não podem ser explicados somente pelos "maus fundamentos" das economias atingidas. Devem ser considerados aspectos ligados diretamente à lógica do comportamento dos investidores internacionais.

Seguindo esta linha de interpretação, o que queremos destacar é que, mesmo que os países adotem políticas macroeconômicas consideradas consistentes, o impacto da liberdade irrestrita dos fluxos internacionais de capitais permite que os países fiquem mais voláteis a crises financeiras (Corrêa e Almeida Filho, 2002), e sujeitos aos "humores" dos mercados financeiros o que tem vinculação também com a política monetária dos países que têm moeda forte; especialmente os Estados Unidos. Para se ter uma idéia, Montiel e Reinhart (1999) encontraram resultados de que os fluxos de capitais totais e os fluxos de portfólio respondem sistematicamente às mudanças nas taxas de juros dos EUA.

No que tange ao efeito contágio indica-se a existência de reações em cadeia dos fluxos de capitais de curto prazo, pois estes são influenciados pelo comportamento das agências de classificação de risco. De um lado, os problemas enfrentados em qualquer um dos países emergentes geram um ciclo vicioso de impactos negativos sobre os demais. Paralelamente, as classificações de risco, fortemente vinculadas a indicadores de curto prazo, são rapidamente afetadas e geram um efeito de retroalimentação da crise. De outro lado, nos momentos de

expansão, também se exige a adoção de ajustes preconizado pelas Agências (ligados ao conceito de Risco Soberano e referentes à análise das variáveis já citadas - fundamentos - que as agências levam em consideração para o cálculo do mesmo). No entanto, o que queremos destacar é que os ajustes implantados estão longe de garantir o ingresso efetivo de capitais.

A instabilidade dos fluxos de capitais, que dita o ritmo dos ciclos financeiros tem graves repercussões nas variáveis macroeconômicas internas dos países que dependem de capitais externos, principalmente dos países emergentes, acarretando crises cambiais que os levam a profundos desajustes. A análise dos ciclos de liquidez nos dá a dimensão desta problemática. Podemos indicar que, em termos de periodização, o ciclo de liquidez se encerra com as crises da Ásia e da Rússia. Após estes anos e aprofundando-se com a crise do Brasil em 1999, observa-se um período de retração de recursos.

### 3.2.2- Análise dos fluxos para países periféricos no período 1990-1998: O processo de abertura, o crescimento da fragilização financeira e o destaque para as crises.

O que nos interessa observar neste sub-ítem é que, tanto os países da América Latina quanto os da Ásia, passaram por processos de abertura financeira articulados a processos de flutuação do câmbio no início dos anos 1990. Estas economias se "ajustaram" as designações dos capitais internacionais e se engataram no movimento de liquidez internacional, perseguindo a promessa de que os ajustes internos gerariam credibilidade e tornariam possível o continuado aporte de capitais que engendrariam um crescimento econômico virtuoso. A seguir detalharemos brevemente os principais aspectos do processo de abertura de países da América Latina e Ásia.

No caso da América Latina, esta, após uma década de alta dificuldade de honrar com suas obrigações externas e com grande dificuldade de conseguir endividamento novo, reinsere-se no círculo do capital internacional no final dos anos 1980, com a reestruturação de suas dívidas (Medeiros, 1998). A esta reestruturação, somam-se políticas macroeconômicas de estabilização propostas pelo Consenso de Washington. A partir daí, os países latino-americanos realizaram ajustes, que envolvem uma combinação de abertura financeira

associada ao câmbio controlado. A adoção do controle de câmbio, na maior parte das vezes, se deu em situação de relativa sobrevalorização por conta do forte ingresso de capitais antes da adoção do referido controle.

Outro fato distintivo a ser observado é que a região, a partir da abertura, começa a receber capital fortemente via Conta *Portfólio*, numa situação diversa da que se observara na década de 1970/1980, quando dominaram os empréstimos sindicalizados.

Para o estudo que pretendemos, levantamos os principais elementos da abertura da Argentina, México e Brasil.

No caso da Argentina observa-se que durante os anos 1980 ocorrera no país um processo de dolarização progressiva das relações monetárias e financeiras. Os agentes se protegiam da inflação crônica realizando um movimento de fuga de capitais ou efetuando transações domésticas em dólar. Neste cenário, o Plano de Estabilização Monetária na Argentina foi criado para eliminar a hiperinflação e reverter a desmonetização, que ocorria no país. Este plano envolveu o Plano de Conversibilidade, que estabeleceu um regime de câmbio fixo com conversibilidade monetária (Março de 1991).

A liberalização do mercado de câmbio foi concluída em 1991 e a lei de conversibilidade estabeleceu a paridade fixa para a taxa de câmbio, além de permitir a realização de contratos em qualquer moeda estrangeira (Fanelli & Machinea, 1997). Ademais, em 1992 estabeleceu-se a independência do Banco Central, limitando sua capacidade de financiar o Governo e atuar como emprestador de última instância.

A legalização da dolarização dependeu da total liberdade dos movimentos de capitais, sendo que neste regime a base monetária é determinada pela variação das reservas internacionais. A conversibilidade total da Conta Capital e Financeira foi obtida: i) pela desregulamentação do mercado de capitais (1991), que extinguiu o imposto sobre as operações em bolsa e autorizou empresas e bancos a emitirem títulos de dívida (*Obligaciones Negociables*) em moeda estrangeira e *commercial papers;* ii) pela adoção da lei de anistia fiscal (1992), que isentou de tributação a repatriação de recursos de argentinos no exterior (Freitas & Prates, 1998).

No caso do México, a abertura financeira se inseriu num contexto de reforma do sistema financeiro doméstico, iniciado no final da década de 1980 e envolveu a liberalização das aplicações de não residentes: i) no mercado de capitais, ii) no mercado de títulos público e

monetário. Envolveu ainda o fim do câmbio dual (câmbio comercial e flutuante) e a instituição do mecanismo de repatriação dos recursos aplicados no exterior[15] (tributados a uma taxa única de 1%).

No caso do mercado de capitais, até 1989 existiam apenas duas modalidades para aplicações de estrangeiros no mercado acionário mexicano: os *country funds*, que envolvem carteiras de ações das empresas mais importantes da bolsa mexicana, cotadas em mercados estrangeiros externos; e as ações de livre subscrição (série B). A abertura do mercado bursátil a não residentes se ampliou a partir de 1989 (lei bursátil), com a criação do *Fundo Neutro*. Através dele foi permitido que os investidores estrangeiros pudessem adquirir Certificados de Participação Ordinária (CPOs), que incorporam os rendimentos das ações série A, ainda que não incorporem os direitos patrimoniais. Ou seja, através desta nova modalidade de investimento gerou-se a possibilidade que os investidores estrangeiros tivessem acesso às ações série A (que garantem o controle do capital), antes só acessível a mexicanos (Freitas & Prates, 1998).

No que tange à abertura do mercado de títulos públicos, em 1990 foi eliminada a proibição de aquisição destes títulos pelos investidores não residentes (Griffith-Jones, 1996). Em 1991 foram autorizadas as negociações de Cetes (Certificados de la Tesoreria), tendo sido também autorizadas às aplicações em títulos privados de renda fixa. Ainda quanto a estes mercados de títulos, cabe mencionar que a abertura financeira envolveu também o aparecimento de novos instrumentos financeiros, dentre eles os Tesobonus – títulos do Tesouro indexado ao dólar e os Certificados de Depósito Bancário denominado em dólar.

Quanto aos depósitos em moeda estrangeira, estes foram liberalizados em 1991, para pessoas físicas domiciliadas perto da fronteira com os Estados Unidos e para pessoas jurídicas. As condições de acesso destes depósitos a não residentes foram flexibilizadas em 1993, mas ainda eram limitadas[16]. A magnitude dos capitais que fluem pela conta depósitos de estrangeiros é então limitada.

Quando analisamos o caso do Brasil indica-se que a abertura foi menos intensa do que a observada na Argentina e no México, tendo atingido os mercados: monetário, de renda fixa e

---

[15] Medida importante por conta da fuga de capitais ocorrida na década de 1997 (Gurría, 1997).

[16] Apenas representações oficiais de governos estrangeiros, organismos internacionais e pessoas físicas estrangeiras que prestam serviços a estas instituições podiam a partir daí, abrir contas em moeda estrangeira no México.

acionário. A principal especificidade da abertura financeira no Brasil diz respeito à proibição de depósitos e empréstimos em moeda estrangeira de residentes e não residentes no sistema bancário local (nos anos 1989, graças à moeda indexada não houve dolarização como ocorreu na Argentina).Várias modalidades de investimento de *portfólio* foram instituídas, observando-se que no período do processo de abertura manteve-se o câmbio dual.

O mercado de câmbio possuía até 1999 dois segmentos: o mercado de câmbio comercial, onde se realizam as transações comerciais e financeiras consideradas estratégicas e o câmbio flutuante, onde se efetuam operações não centrais (transferências unilaterais, turismo). Os investidores estrangeiros passam a ter acesso ao mercado financeiro brasileiro através de modalidades de câmbio comercial e flutuante. No caso do câmbio comercial a entrada destes investidores foi autorizada em maio de 1991, ainda que o ingresso de pessoas físicas continuasse vetado e que estivessem previstas restrições quanto ao tipo de aplicação e definidas tributações. No caso do câmbio flutuante os investidores estrangeiros passam a estarem autorizados a abrir contas no país, constituídas em moeda nacional e não sujeitas a restrições quanto ao tipo de aplicações (CC5), mas sujeitas ao mesmo tratamento fiscal concedido aos residentes (IOF mais elevado e pagamento de CPMF, por exemplo).

No caso dos países asiáticos, o acesso aos fluxos de capitais na década de 1990 também se deu sob a lógica de abertura articulada a regime de câmbio controlado. No entanto, o ajuste se dá por motivos diferentes, visto que estes países não haviam sofrido problemas de dívida externa durante a década de 1980. (Ademais, a inserção dos mesmos aos fluxos de capitais ainda se dará fortemente na forma de captação via bancos) (FMI, 2004).

Para entendermos a realidade que se apresenta no início da década de 1990, para este conjunto de países, precisamos retornar brevemente à especificidade do crescimento que se verificara durante a década de 1980. Conforme já comentamos, durante a referida década os países asiáticos não enfrentaram a ruptura do financiamento externo a que os países latino-americanos foram submetidos e também não enfrentaram os problemas relativos à "quebra" do Estado. Isto permitiu que nos anos 1980 e 1990 o Estado continuasse seu papel central na definição dos rumos do desenvolvimento dos países asiáticos, o que se somava à continuidade do financiamento externo. Paralelamente, a parceria com o Japão foi um dos aspectos basilares no que tange à articulação com o novo paradigma industrial e tecnológico que se impôs para estes países (Coutinho, 1999), permitindo que especialmente aqueles do Leste Asiático se

inserissem em direção da incorporação de produtos e da tecnologia vinculada à terceira revolução industrial.

Este movimento esteve ligado ao "acordo de Plaza", realizado em 1985 e que levou à valorização do Iene (Medeiros, 1997). Este fato deflagrou uma contra-ofensiva japonesa, engendrando uma mudança em sua estratégia internacional. O Japão deslocou seu capital industrial para diversos países do entorno, redefinindo a divisão regional de trabalho e conformando um cluster regional de investimento e comércio. É neste contexto que se insere a nova articulação dos países asiáticos no final dos anos 1980, sendo que as firmas, especialmente japonesas e coreanas, passam a ter acesso a importantes economias de escala e especialização (Matias, 2003), observando-se forte crescimento no início dos anos 1990, com déficits em Transações Correntes, mas forte entrada de recursos. O Japão deslocou *"... para a região asiática setores produtivos de menor densidade tecnológica e es especializou na exportação de bens de capital, cedendo posição nas manufaturas tradicionais, ao contrário dos EUA que vêm protegendo seus mercados tradicionais disputando mercado no continente"* (Medeiros, 1998: 281).

Neste período o conjunto das economias asiáticas adotou o mesmo regime cambial baseado na indexação do dólar, mantendo, desde 1985, taxas de câmbio desvalorizadas em relação ao dólar. Conforme observamos anteriormente, este crescimento veio também articulado à continuidade do financiamento externo, sendo que o ciclo regional de negócios veio junto com um ciclo de ativos (ações e imobiliários) financiados por capitais externos, em grande parte de curto prazo.

Neste ponto, devemos então comentar que a forma de captação de recursos das economias asiáticas mudou no período em questão, tendo também estes países passado por amplo processo de abertura. O nosso destaque vai para o fato de que esta inserção gerou uma progressiva fragilidade financeira nestas economias, assim como ocorreu para o caso das economias da América Latina.

No caso específico da Coréia do Sul, país a que analisaremos como caso típico da região, para iniciar o processo de liberalização adotaram-se inicialmente medidas referentes a desregulação das taxas de juros articuladas à redução de barreiras à entrada para atividades financeiras. Além disso, ocorreu à liberação do mercado cambial e a abertura do mercado de capitais.

A desregulação das taxas de juros iniciou-se em 1991 e foi concluída em 1997. A liberalização financeira doméstica envolve a redução da regulação do Sistema Bancário do país e das operações aí realizadas. Avança, com a abolição sobre a definição de limites, as maturidades de depósitos bancários e empréstimos (1996). Estas ações em conjunto contribuíram para o crescimento da liberdade dos bancos, que puderam ficar mais flexíveis também quanto a decisões relativas ao crescimento de seu capital, estabelecimento de filiais, definição de pagamentos de dividendos (Paschôa, 2001). Ademais, foi dada também maior liberdade aos bancos e companhias de seguro para negociar bônus públicos fora do país, associado à permissão de negociação com moedas estrangeiras.

Quanto à liberalização do mercado cambial, temos a introdução de contas *free won* para não residentes em 1991, culminando com o plano de reforma do mercado cambial em 1994, sendo esta reforma seguida pela abertura do mercado de capitais do país. A partir desta abertura ficava permitido que o capital estrangeiro pudesse investir diretamente no mercado de ações coreano (ainda que se definissem tetos sobre a propriedade). Desde 1994 os estrangeiros passam a ter mais acesso a papéis coreanos através da autorização para comprar bônus públicos e governamentais (corrigidos por taxas de juros internacionais), assim como bônus de longo prazo e conversíveis (liberalizados em 1997). Ocorre também a liberalização ao acesso de residentes à compra de títulos estrangeiros via Certificados de Depósitos (em 1995), bem como a possibilidade de contratação de empréstimos comerciais no exterior sem a prévia autorização governamental. Este movimento culminou com o relaxamento dos controles da política de empréstimos bancários para os grandes conglomerados.

Com estas medidas, inicia-se a partir de 1994 um período de forte captação externa, aumentando o passivo externo de instituições financeiras, bancos, e obviamente do passivo externo do país. Estas medidas tornaram possível que os bancos coreanos mudassem sua atuação operacional, trabalhando mais fortemente com a lógica das inovações financeiras da década de 1970. Ou seja, eles aumentaram sua atuação no negócio de títulos e flexibilizaram seus passivos, de forma que passaram a trabalhar com coeficientes menores de patrimônio líquido sobre o passivo total, elevando a fragilidade financeira dos mesmos (Pashôa, 2001).

A fragilidade fica clara quando se observa que ocorre forte entrada de recursos de empréstimo para os bancos (Conta Outros Investimentos), com forte endividamento em dólar. Esta mudança da legislação que articulou abertura financeira com maior flexibilização das

operações do sistema bancário, antes fortemente controlado, foi a tônica geral do que ocorreu com as economias do Sudeste Asiático na primeira metade da década de 1990.

Então, por conta do amplo momento de liquidez internacional, articulado aos processos de desregulamentação e abertura ocorridos nos mercados domésticos dos países emergentes, observa-se um forte influxo de recursos para os mesmos.

O que podemos perceber, após o processo de abertura financeira é que há um declínio relativo dos Investimentos Estrangeiro Direto (IED) nos países periféricos e um aumento das aplicações em portfólio (Barros, 1993; Turner, 1991; Kregel, 1994). Outro fato importante a ser observado é que o fluxo de IED direcionado para os países periféricos caiu relativamente. No período 1975/79 a participação dos países em desenvolvimento no fluxo total de IED era de 24%, sendo que este valor já havia caído para 14% em 1989 (Além, 1996).

Ainda no que tange aos fluxos, percebemos que no caso da Ásia os fluxos de IDE foram mais importantes do que os que se observavam em portfólio e Outros Investimentos, o que estaria a indicar uma maior estabilidade vis a vis à América Latina, que teve seu fluxo dominado por portfólio. Uma análise mais detalhada nos mostra que é preciso qualificar esta afirmação, pois no caso dos países asiáticos mais atingidos pela crise que se estabelece nesta região, as aplicações em IED não tem esta dominância. A principal conta é a de Outros Investimentos, vinculada a empréstimos bancários, muitos deles de curto prazo.

Pela **Tabela 1** podemos observar o movimento geral de recursos durante o período que estamos considerando (1990-1998). É possível destacar vários elementos quanto a estes fluxos. Indica-se 4 características para o período:

**Tabela 1**
**Fluxos de Capitais Privado para as Economias Emergentes, 1990 a 1998 – US$ Bilhões.**

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Mercados Emergentes** | | | | | | | | | |
| *Total de entrada de capital privado* | 47,7 | 123,8 | 119,3 | 181,9 | 152,8 | 193,3 | 212,1 | 149,2 | 64,3 |
| IDE | 18,4 | 31,3 | 35,5 | 56,8 | 82,6 | 96,7 | 115,0 | 140,0 | 131,0 |
| Investimento em Portfólio | 17,4 | 36,9 | 51,1 | 113,6 | 105,6 | 41,2 | 80,8 | 66,8 | 36,7 |
| Empréstimos Bancários e Outros | 11,9 | 55,6 | 32,7 | 11,5 | -35,5 | 55,4 | 16,3 | -57,6 | -103,5 |
| **África** | | | | | | | | | |
| Total de entrada de capital privado | 4,4 | 8,9 | 6,9 | 8,7 | 4,8 | 6,8 | 7,6 | 16,3 | 10,3 |
| IDE | 1,2 | 2,0 | 1,7 | 1,9 | 3,4 | 4,2 | 5,5 | 7,6 | 6,8 |
| Investimento em Portfólio | -1,5 | -1,5 | -0,6 | 1,0 | 0,8 | 1,5 | -0,2 | 2,9 | 3,5 |
| Empréstimos Bancários e Outros | 4,7 | 8,4 | 5,8 | 5,8 | 0,7 | 1,2 | 2,3 | 5,8 | 0,0 |
| **Ásia** | | | | | | | | | |
| Total de entrada de capital privado | 19,6 | 34,1 | 17,9 | 57,3 | 66,4 | 95,1 | 100,5 | 3,2 | -55,1 |
| IDE | 9,3 | 14,4 | 14,8 | 33,0 | 45,3 | 49,8 | 55,1 | 62,6 | 50,0 |
| Investimento em Portfólio | -2,7 | 1,4 | 7,8 | 21,0 | 9,4 | 10,9 | 12,6 | 0,9 | -15,4 |
| Empréstimos Bancários e Outros | 13,0 | 18,4 | -4,7 | 3,3 | 11,7 | 34,4 | 32,8 | -60,3 | -89,7 |
| **Cinco países asiáticos afetados**[1] | | | | | | | | | |
| Total de entrada de capital privado | 24,2 | 26,8 | 26,6 | 31,9 | 33,2 | 62,5 | 62,4 | -19,7 | -46,2 |
| IDE | 6,0 | 6,1 | 6,3 | 6,7 | 6,5 | 8,7 | 9,5 | 12,1 | 4,9 |
| Investimento em Portfólio | 0,3 | 3,4 | 5,3 | 16,5 | 8,3 | 17,0 | 20,0 | 12,6 | -6,5 |
| Empréstimos Bancários e Outros | 17,9 | 17,3 | 15,0 | 8,7 | 18,4 | 36,9 | 32,9 | -44,5 | -44,5 |
| **Europa** | | | | | | | | | |
| Total de entrada de capital privado | 0,0 | -16,3 | 7,6 | 26,0 | 16,1 | 48,1 | 25,2 | 35,3 | 17,5 |
| IDE | 0,5 | 3,2 | 5,1 | 6,7 | 6,0 | 13,9 | 13,4 | 16,6 | 18,2 |
| Investimento em Portfólio | 0,5 | 0,4 | 2,3 | 12,4 | 22,5 | 18,9 | 24,8 | 20,5 | 4,8 |
| Empréstimos Bancários e Outros | -1,1 | -19,9 | 0,3 | 7,0 | -12,3 | 15,2 | -13,0 | -1,8 | -5,4 |
| **Rússia** | | | | | | | | | |
| Total de entrada de capital privado | -5,0 | -10,2 | 0,7 | 5,9 | 2,1 | 15,1 | -2,6 | 1,0 | -14,7 |
| IDE | -0,7 | 0,0 | 0,7 | 0,9 | 0,5 | 1,7 | 1,7 | 3,6 | 1,2 |
| Investimento em Portfólio | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 5,0 | 16,5 | 14,4 | 21,9 | 17,2 | 4,5 |
| Empréstimos Bancários e Outros | -4,3 | -10,2 | 0,0 | 0,0 | -14,9 | -1,1 | -26,3 | -19,8 | -20,4 |
| **Middle East** | | | | | | | | | |
| Total de entrada de capital privado | 10,0 | 73,0 | 30,9 | 27,3 | 17,9 | 5,0 | -3,1 | 7,1 | 22,6 |
| IDE | 0,6 | 0,3 | 0,1 | 3,2 | 3,1 | 2,8 | 1,7 | 2,5 | 2,2 |
| Investimento em Portfólio | 3,5 | 21,9 | 11,3 | 18,1 | 12,1 | 8,3 | 3,7 | 2,8 | 10,8 |
| Empréstimos Bancários e Outros | 5,8 | 50,8 | 19,6 | 5,9 | 2,6 | -6,1 | -8,5 | 1,8 | 9,6 |
| **Western Hemisphere** | | | | | | | | | |
| Total de entrada de capital privado | 13,7 | 24,1 | 55,9 | 62,6 | 47,5 | 38,3 | 82,0 | 87,3 | 69,0 |
| IDE | 6,7 | 11,3 | 13,9 | 12,0 | 24,9 | 26,0 | 39,3 | 50,6 | 54,0 |
| Investimento em Portfólio | 17,5 | 14,7 | 30,3 | 61,1 | 60,8 | 1,7 | 40,0 | 39,7 | 33,0 |
| Empréstimos Bancários e Outros | -10,5 | -2,0 | 11,7 | -10,6 | -38,2 | 10,6 | 2,7 | -3,1 | -18,1 |
| **Brasil** | | | | | | | | | |
| Total de entrada de capital privado | 8,1 | 3,1 | 14,1 | 12,0 | 10,0 | 33,1 | 35,2 | 20,5 | 17,1 |
| IDE | 0,0 | 0,1 | 1,9 | 0,8 | 20, | 2,8 | 10,0 | 15,5 | 25,0 |
| Investimento em Portfólio | 0,5 | 3,8 | 14,5 | 12,3 | 51,1 | 11,7 | 21,4 | 10,5 | 17,5 |
| Empréstimos Bancários e Outros | 7,3 | -0,8 | -2,3 | -1,2 | -43,2 | 18,6 | 3,8 | -5,5 | -25,4 |

[1]Indonésia, Coréia, Malásia, Filipinas e Tailândia.
Fonte: FMI (1999).

1) Observamos que entre 1990 e 1996 houve um grande aumento nos fluxos de capitais para os países emergentes: de US$ 47,7 bilhões em 1990 para US$ 212,1 bilhões em 1996

2) Vemos o crescimento dos recursos via Conta *Portfólio*. Este se articulou a um ingresso também forte na Conta Investimento Direto Estrangeiro. No caso da Conta Outros Investimentos observa-se uma expansão até 1994, em que ela mostra seu potencial reduzido por conta da crise do México. Isto volta a ocorrer com a crise da Ásia e da Rússia;

3) Vemos que o crescimento dos recursos não foi linear. É porque as crises causaram contágio nas demais economias emergentes, diminuindo o fluxo total de recursos principalmente com a crise da Rússia. Já a crise do México teve um impacto menos profundo sobre os fluxos;

4) Em épocas de crise, a conta que mais contribui para uma diminuição no saldo total da entrada de capitais para os países emergentes é a conta empréstimos bancários (que faz parte da Conta Outros Investimentos), chegando a ficar negativa em todos os países emergentes durante as crises, principalmente com a crise da Rússia.

Vejamos alguns dados deste período. O total dos fluxos de capitais aumentou sobremaneira na década de 1990, de US$ 47,7 bilhões para US$ 212,1 bilhões, em 1996. Este grande aumento de patamar se deu principalmente devido aos Investimentos Diretos Estrangeiros, fonte das privatizações nos países emergentes e pela Conta *Portfólio*, que foi a principal fonte de entrada de recursos para os emergentes, enquanto a conta empréstimos bancários se mostra bastante volátil em toda a década de 1990.

Conforme já indicamos este aumento não se deu continuadamente para os países emergentes, devido às crises cambiais ocorridas da década de 1990. No que tange especialmente aos capitais que compõem a Conta *Portfólio* em épocas de crises os investidores dos países atingidos vendem parte de seus ativos e retiram grandes volumes de capital não só da economia afetada, mas também das demais economias emergentes consideradas sob suspeita, afetando negativamente a Conta Financeira destes países. Este declínio, por outro lado, é fortemente reforçado por saídas na Conta Empréstimos Bancários (de curto prazo) e Movimentos de Depósitos. A **Tabela 1** mostra que esta conta chega a ficar em patamares negativos em 1994, como resultado da crise do México (US$ -35,5 bilhões), em 1997 por conta da crise da Ásia (US$ - 57,6 bilhões) e em 1998, relacionada à crise da Rússia

(US$ -103,5 bilhões). Ou seja: o resultado não é só de queda, mas de geração de fluxos negativos, sendo que o principal impacto se dá com a crise da Rússia.

Analisando mais detalhadamente os grupos de países emergentes ilustrados na mesma **Tabela**, vemos que os que receberam maior fluxo de capitais até 1996 foram os asiáticos. Passaram de um patamar de US$ 19,6 bilhões em 1990 para US$ 100,5 bilhões em 1996. Outro destaque interessante é que os mesmos não foram afetados pela crise do México, ocorrida em dezembro de 1994.

O segundo grupo de receptores de capitais é o da América Latina. Passou-se de uma captação de US$ 13,7 bilhões para US$ 82 bilhões em 1996. Este grupo, no entanto, foi fortemente afetado pela crise do México, e nos anos de 1994 e 1995 vemos uma queda de recursos para o grupo em questão. Destacamos ademais que apesar da queda o ciclo de liquidez geral permanece, conforme já havíamos destacado em nossa periodização.

Então, conforme já observamos, os países emergentes asiáticos não sofreram com a crise do México, em 1994. O total da entrada de capitais passou de US$ 57,3 bilhões em 1993 para US$ 66,4 bilhões em 1994.

Os países emergentes da Europa, diferentemente dos países emergentes asiáticos, foram afetados pela crise do México. O patamar diminuiu de US$ 26 bilhões em 1993 para US$ 16 bilhões em 1994, sendo que a conta que provoca tal reversão é a Outros Investimentos. Em 1995 os ingressos para estes países retornaram, graças à reversão das Contas Outros Investimentos e Investimento Direto Estrangeiro, chegando ao patamar de US$ 48 bilhões.

Para os países emergentes latino-americanos a crise do México gerou um impacto negativo, o fluxo de capitais passa de US$ 62,6 bilhões em 1993 para US$ 47,5 bilhões em 1994, tendo sido ainda mais reduzido em 1995: US$ 38,3 bilhões. Esta reversão foi causada pela menor entrada de Investimentos em Portfólio e por resultados negativos na conta Outros Investimentos. Ou seja, ainda que os Investimentos Diretos Estrangeiros sejam importante fonte de ingresso de recursos, a volatilidade e reversão se dão, principalmente, por parte dos capitais de curto prazo.

Em 1997, com a crise da Ásia, os grupos de países analisados tiveram um impacto geral mais profundo nas suas Contas Financeiras. Na própria região asiática a grande ascensão de recursos que chegou ao patamar de US$ 100,5 bilhões em 1996, se estagnou em 1997

caindo para o patamar de US$ 3,2 bilhões, se tornando negativa (US$ -55 bilhões) em 1998, com a crise russa. Nestes países a conta que mais contribuiu para o saldo negativo de entrada de capitais foi a Conta Outros Investimentos, em primeiro lugar, que contribuiu com um saldo negativo em 1998 de US$ 89,7 bilhões e em segundo lugar a Conta *Portfólio,* que também ficou negativa US$ -15,4 bilhões.

Nos países emergentes da Europa a crise da Ásia teve um impacto menos perverso do que nos próprios países afetados pela crise. O total de recursos nesta época registrava US$ 35,3 bilhões, uma pequena queda em relação ao ano de 1995. Já a crise da Rússia teve maiores repercussões sobre a entrada de capitais nos países emergentes europeus, chegando ao patamar de US$ 16 bilhões, sendo que as contas que favoreceram para tal redução foi principalmente a Conta Empréstimos Bancários e a Conta *Portfólio*, enquanto a Conta Investimento Direto Estrangeiro se mostrava em um contínuo aumento, não somente neste ano, mas sim em toda a década de 1990.

Porém, nos países emergentes latino-americanos, a partir de 1997, começa a reversão mais profunda dos fluxos, principalmente em 1998 com a crise da Rússia.

Se analisarmos a crise da Ásia para o grupo de países emergentes, podemos dizer que este grupo não foi afetado, pois a entrada de capitais que somava US$ 82 bilhões em 1996, passou para US$ 87,3 bilhões em 1997. Mas se analisarmos um país individualmente, como é o caso do Brasil, este foi de grande maneira afetado pela crise da Ásia, sendo que o saldo da Conta Financeira passou de 35,2 bilhões em 1996 para 20,5 bilhões em 1997. Esta redução de patamar ocorreu principalmente pela não renegociação dos empréstimos bancários de curto prazo que venciam neste ano, chegando a Conta Empréstimos Bancários ficar negativa na ordem de US$ -5,5 bilhões. A segunda conta que mais afetou o registro total da entrada de capitais no Brasil foi a Conta *Portfólio*, pela venda maciça dos investidores de ações e títulos da dívida, chegando a cair de US$ 21,4 bilhões em 1996 para US$ 10,5 bilhões em 1997. Mas, a crise que realmente afetou todas as economias emergentes da América Latina e em grande magnitude o Brasil, foi a crise da Rússia. No ano da eclosão desta crise a entrada de capitais se reduziu de US$ 87,3 bilhões em 1997 para US$ 69 bilhões em 1998. Quanto ao Brasil, a sua Conta Financeira foi diminuída de 20,5 bilhões em 1997 para 17,1 bilhões em 1998. Novamente, a conta que mais favoreceu para tal redução foi a Conta Empréstimo Bancário (US$ -25,4 bilhões).

Então, o que queremos destacar é que estes capitais que entram nos países emergentes, mas saem com grande rapidez são fortemente afetados por indicadores de curto prazo dos mercados. Os próximos itens buscarão destacar que existe uma relação de contínua circularidade entre as considerações das Agências de *Ratings* e estes fluxos de curto prazo.

Levantamos os dados das Contas Financeiras destes países; as notas das Agências de *Ratings* durantes as crises e o movimento do risco-país dado pelo diferencial do *spread*. O estudo será feito para analisar o que ocorre com os países sob ataque especulativo, verificando-se também algum impacto de contágio por outros países emergentes.

### ***3.2.2.1) Crise do México***

Vejamos o impacto da crise do México sobre o próprio país e sobre alguns outros países emergentes. O nosso intuito não é o de analisar com mais detalhe esta crise, visto que ela não significou uma reversão mais profunda dos fluxos. A análise mais detalhada será feita para as crises da Ásia e da Rússia.

No que se refere à economia Mexicana, após o movimento de abertura financeira observa-se forte ingresso de recursos pela conta capitais, sendo que a maioria dos fluxos que entraram no país entre 1990 e 1993 veio do endividamento do setor privado e do investimento estrangeiro. A participação do endividamento do setor público foi de 7% no período (Gurría, 1994).

Outro fator importante é o de que, apesar do crescimento da entrada de recursos em todas as contas, destaca-se o fluxo efetuado via Conta *Portfólio*, que foi responsável por cerca de 60% dos ingressos entre 1990 e 1994, havendo uma queda progressiva da participação do IED no total de investimentos estrangeiros. Destacam-se os ingressos de recursos para a compra de ações e de títulos públicos. O ingresso de capitais é tão forte que os aplicadores estrangeiros passam a dominar estes mercados. A **Tabela 2** nos mostra estes fluxos. A compra de ações mexicanas se deu de forma direta, via mercado bursátil mexicano e de forma indireta, pela compra de ADRs lançadas no mercado Norte Americano. No caso dos dois mercados em conjunto os estrangeiros eram detentores de 54,6% dos títulos citados em 1993.

Paralelamente, no que se refere aos títulos do Governo, também passa a haver um forte domínio de aplicadores estrangeiros na compra dos mesmos, o que é uma especificidade do

caso mexicano. No período de 1990/1994 as aplicações em títulos públicos corresponderam a 55% do total do fluxo de portfólio estrangeiros (Freitas & Prates, 1998). Em 1993 eles detinham 57% do estoque de títulos públicos mexicanos.

**Tabela 2**
**Os investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro mexicano - US$-milhões**

| **Anos** | **Ações** | | | | | **Obrigações do Governo** | | | | | | **Total** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mercado de ADRs | | Mercado Bursátil Mexicano[1] | | Total | Cetes em pesos | | Tesobonus | | Outros | | |
| | Estoque | % Total | Estoque | % Total | | Estoque | % Total | Estoque | % Total | Estoque | % Total | Total |
| **1991** | 13,7 | 73,9 | 4,9 | 26,1 | 18,6 | 3,0 | 54,0 | 0,3 | 4,7 | 2,2 | 41,3 | 5,5 |
| **1992** | 21,2 | 73,8 | 7,5 | 26,2 | 28,7 | 9,2 | 64,3 | 0,2 | 1,4 | 4,8 | 34,3 | 14,2 |
| **1993** | 34,0 | 62,2 | 20,6 | 37,8 | 54,6 | 15,4 | 70,2 | 1,3 | 5,9 | 5,2 | 23,9 | 21,9 |
| **1994** | 21,2 | 61,6 | 13,2 | 38,4 | 34,4 | 2,5 | 12,3 | 17,4 | 85,0 | 0,6 | 2,7 | 20,5 |
| **1995** | 15,2 | 62,1 | 9,3 | 37,9 | 24,5 | 2,8 | 82,0 | 0,2 | 5,6 | 0,4 | 12,4 | 3,4 |
| **1996** | 15,1 | 48,8 | 15,9 | 51,2 | 31,0 | 3,0 | 89,2 | 0,0 | 0,0 | 0,4 | 10,8 | 3,4 |

Elaborado por Freitas e Prates (1998).
[1]Inclui as ações de subscrição, Fondo Neutro e fundos de países.

Para atrair os capitais adotou-se a política de abertura financeira, valorização cambial e juros altos, sendo que a política monetária foi conduzida com o intuído de reduzir o impacto das entradas de capital sobre a liquidez. O Banco Central comprava divisas e colocava títulos públicos para enxugar o excesso de liquidez provocado pela monetização da entrada, o que gerava aumento do Déficit Público.

Montava-se a engrenagem que dominará os países periféricos, que atraem grande fluxo de capitais em busca de alto diferencial de juros em situação de câmbio interno valorizado: forte entrada constante de capitais enquanto há liquidez internacional → pressão sobre a base monetária → esterilização → crescimento da dívida pública. Esta situação se articula ainda a uma piora do Balanço de Pagamentos em Transações Correntes, por conta: da piora da Balança Comercial e das pressões de pagamentos de juros e remessa de lucros na conta Serviços. No que tange à Balança Comercial observa-se um aumento drástico das importações e um crescente déficit em Conta Corrente.

O montante do endividamento e o risco dos passivos em moeda estrangeira passam a se tornar preocupantes. No entanto, até o período em que eclode a crise se observa grande entrada de capitais, com acúmulo de reservas, graças aos influxos que foram capazes de financiar os crescentes déficits em Conta Corrente.

No ano de 1994 já se observava um crescimento da taxa de juros americana e associado a isto se apresentava uma trajetória crescente do déficit em Transações Correntes Mexicano. À medida que começam a se indicar problemas quanto a sustentabilidade das contas externas, os Cetes (títulos denominados em peso) vão sendo substituídos pelos Tesobonous, indexados ao dólar, sendo que em 1994 os investidores estrangeiros detinham 85% destes títulos. O estoque destes títulos em poder de não residentes superava as reservas internacionais, o que mostra a vulnerabilidade das contas externas e das contas públicas, especialmente quando observamos que investidores institucionais detinham grandes volumes destes papéis.

Observamos aí a armadilha sobre as contas públicas que também vai ocorrer no caso da economia brasileira. Para combater os efeitos inflacionários dos influxos, além da já citada política de esterilização dos efeitos monetários das operações cambiais, adotou-se uma política cambial mais flexível – o sistema de bandas adotado em 1991.

De um lado, a relação entre o volume das reservas e a magnitude das aplicações nestes papéis começa a indicar o risco envolvido na situação e de outro se observa também o crescimento da dívida pública indexada ao dólar.

A vulnerabilidade que envolve o acúmulo de déficits em Conta Corrente financiados por volumosos influxos de capitais via Conta *Portfólio* começava a ficar clara. Em 1994, quando se apresenta o movimento inicial de venda vultuosa dos papéis pelos investidores institucionais, gera-se um "movimento de manada", com fuga em massa. Então, o primeiro foco da crise foi o mercado de títulos públicos. A saída foi tão forte que o Governo Mexicano não conseguiu conter a crise e deixou o câmbio flutuar. Isto, por sua vez, gerou impactos sobre a dívida pública, tendo em vista a magnitude dos títulos indexados ao câmbio. Como havia um grande estoque de dívida vencendo no primeiro trimestre de 1995 (US$ 9,9 bilhões), o refinanciamento da mesma levou a um impacto de crescimento na dívida.

Assiste-se a uma brusca reversão dos fluxos financeiros do país. A **Tabela 3** e o **Gráfico 8** nos mostram claramente que a Conta Financeira do México se torna negativa: de um patamar de US$ 15.786,81 milhões em 1994, passou para US$ -10.487,31 milhões em 1995, sendo que as subcontas que mais contribuíram para tal saldo foram em primeiro lugar a Conta *Portfólio*, que de US$ 7.415,44 milhões em 1994 passou para US$ -10.376,87 milhões em 1995. Em segundo lugar, e não menos importante, pela Conta Outros Investimentos, que

mesmo já apresentando um índice negativo no ano da eclosão de crise (US$ -2.601,17 milhões) passou para US$ -9.636,73 milhões em 1994. Somente a Conta Investimento Direto continuou estável, em um mesmo patamar.

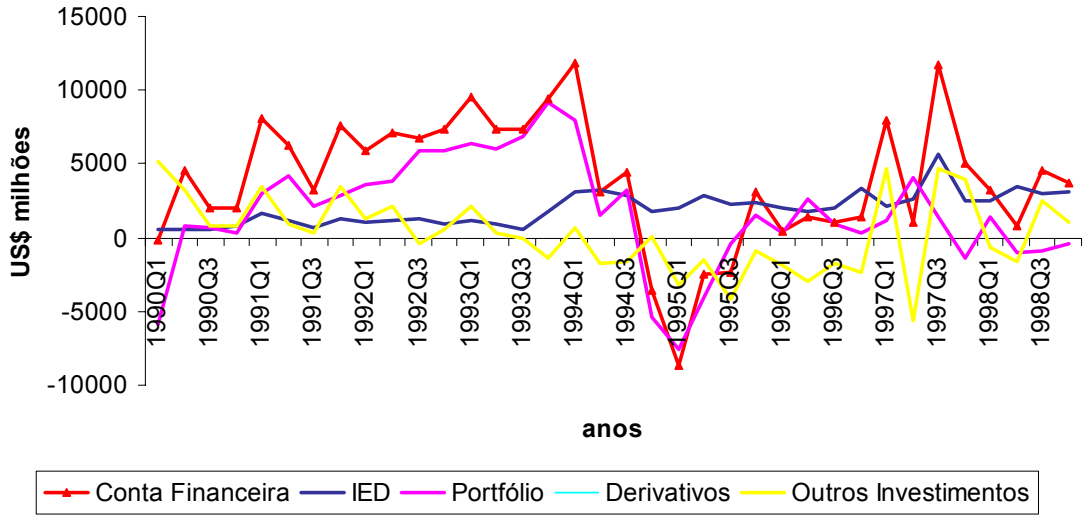
**Tabela 3**
**Conta Financeira do México – anual: 1991 a 1998 (US$ milhões)**

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Conta Financeira** | **25.139** | **27.039** | **33.760** | **15.786,81** | **-10.487,31** | **4.248** | **25.745** | **12.194** |
| - Investimento Direto | 4.742 | 4.393 | 4.389 | 10.982,50 | 9.526,29 | 9.186 | 12.831 | 11.897 |
| - Portfólio | 12.138 | 19.206 | 28.355 | 7.415,44 | -10.376,87 | 4.081 | 5.294 | -974 |
| -Outros Investimentos | 8.259 | 3.444 | 1.016 | -2.601,17 | -9.636,73 | -9.019 | 7.620 | 1.271 |

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados do FMI

**Gráfico 8**

**Conta Financeira do México: 1990-1998**




Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados do FMI

Para os propósitos do nosso trabalho o que queremos destacar é que quando se adota o procedimento de abertura financeira, num mercado vinculado ao processo de securitização em momento de alta liquidez, o potencial de ingresso de capitais pelas Contas *Portfólio*, Empréstimos de Longo Prazo e Movimento de Depósitos é muito grande. No entanto, a possibilidade de fuga pode ser muito rápida, o que demonstra a crise do México.

No que tange ao papel das agências na influência das expectativas dos ajustes, o que se observa é que, em geral, não modificaram suas notas neste período, que é visto como um mini ciclo. Mesmo assim, gera-se um efeito contágio, especialmente sobre a América Latina, com pressões nas taxas de câmbio, ações e títulos da dívida.

Com a crise do México o que se observa então é uma retração momentânea dos fluxos internacionais de capitais para os países emergentes (primeiro fenômeno de contágio – Efeito Tequila) (Grifith-Jones, 1996), acarretando numa elevação do risco cambial dos investimentos.

O aumento da taxa de juros dos EUA, juntamente com a crise do México, geram o aumento das taxas de juros de outras economias emergentes, em decorrência do aumento da expectativa do risco cambial das aplicações em países sem moeda forte. Este ambiente fez com que vários detentores de capitais vendessem seus ativos e retirassem grandes volumes de capitais do conjunto das mesmas economias, gerando queda do preço do *Brady* e paralelo aumento do risco-país e queda de recursos. Então, a partir daí, observamos que estas reações rápidas dos investidores tornam-se um dos traços característicos das reversões dos ciclos de liquidez no contexto da globalização.

> *"Essas reações rápidas e indiscriminadas dos investidores – típicas de movimentos de pânico descoordenadas – tornaram-se um dos traços característicos das reversões dos ciclos de liquidez no contexto da globalização financeira e predomínio das finanças de mercado, a partir de um fato aparentemente localizado"* (Prates e Farhi, 2004: 05).

Vejamos melhor o efeito contágio da crise sobre alguns países emergentes observando a variação dos índices EMBI+ de algumas destas economias.

No caso do México especificamente, observa-se o impacto no primeiro mês (-16,1%), sendo que a data vale do impacto se dá no terceiro mês após a crise (16 de março/95), quando o risco país sobe 34,2%, justamente quando ocorre o maior movimento de fuga de capitais (**Gráfico 8**).

Quanto ao efeito contágio percebe-se, pela evolução do índice EMBI+ no **Quadro 8,** que os países latino-americanos foram significativamente mais afetados que os países fora da

América Latina. Vemos que a data vale da maioria dos países emergentes se concentram em março, três meses após a crise em questão.

**Quadro 8**
**Variação do EMBI+(diferença de preços) em relação a crise do México***

| | 1 mês | 3 meses | 6 meses | Vale | Data Vale | Meses depois da Crise |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **EMBI+** | -13,4% | -23,6% | -2,0% | -29,3% | 09/mar/95 | 2,7 |
| ***Latino-americanos*** | -12,9% | -24,6% | -4,2% | -30,2% | 09/mar/95 | 2,7 |
| Argentina | -11,8% | -21,0% | -2,7% | -32,2% | 08/mar/95 | 2,6 |
| Brasil | -10,8% | -24,8% | -5,0% | -29,5% | 09/mar/95 | 2,7 |
| Equador | -16,3% | -29,5% | -9,4% | -35,3% | 07/mar/95 | 2,6 |
| México | -16,1% | -31,5% | -6,9% | -34,2% | 16/mar/95 | 2,9 |
| Panamá | -21,5% | -34,4% | -11,3% | -38,8% | 09/mar/95 | 2,7 |
| Venezuela | -14,2% | -14,7% | 2,4% | -22,9% | 10/jan/95 | 0,7 |
| ***Fora da América Latina*** | -15,5% | -19,0% | 7,9% | -25,4% | 09/mar/95 | 2,7 |
| Marrocos | -9,2% | -15,7% | -12,3% | -21,1% | 11/jan/95 | 0,8 |
| Nigéria | -9,9% | -8,8% | 11,7% | -22,5% | 10/jan/95 | 0,7 |
| Filipinas | -5,1% | -10,7% | 5,4% | -14,95% | 10/mar/95 | 2,7 |
| Polônia | -7,4% | -13,3% | 21,0% | -20,6% | 08/mar/95 | 2,6 |
| Rússia | -30,0% | -30,1% | 7,4% | -38,7% | 09/mar/95 | 2,7 |

Fonte: Elaborado por Bevilaqua, Garcia e De Paula (2000).
* Em relação a 19 de Dezembro de 1994.
** Queda do EMBI, considerando diferenças nos preços dos títulos, significam aumento do EMBI+ quando se utiliza a diferença de rentabilidade requerida e vice versa.

Os países não latino-americanos contidos no EMBI+ não sofreram o mesmo impacto que aqueles que estavam no mesmo continente da crise. Para o caso dos primeiros, as variações dos índices EMBI+ não chegaram a 30% do valor na data da eclosão da crise. A exceção é a Rússia, que atingiu uma variação de 38% semelhante às variações dos países emergentes latino-americanos.

Para o caso dos latino-americanos, no primeiro mês após a crise, observa-se uma queda dos índices EMBI+ em 12,5%(ou seja, o risco país cresce 12,5%). O México vê seu risco-país subir 16%, a Argentina 11,8% e o Brasil 10,8%. Para os emergentes fora da América-Latina, a variação é de 15,5%.

A fuga dos títulos *Brady* dos emergentes da América Latina vai ser mais profunda nos meses seguintes. Após três meses os países da América-Latina em conjunto, têm seus risco-país aumentado em 23,6%, enquanto os países fora da América-Latina tem seu risco aumentado somente 19%. Este maior aumento coincide com a data vale (data que os spreads dos títulos soberanos dos mercados emergentes atingiram maior diferença em relação ao T-Bond – título do Tesouro americano).

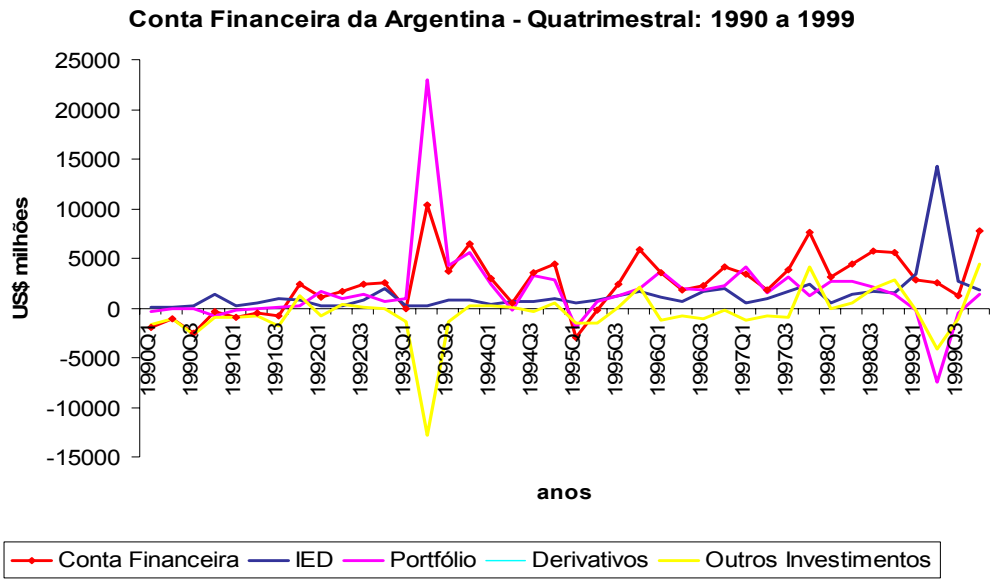
A data vale também coincide com o período em que a Conta Financeira sofre maior reversão dos fluxos de capitais internacionais (conforme conta financeira do México). Então, o movimento dos mercados secundários dos títulos *Brady* afeta a expectativa dos detentores de títulos em países emergentes de forma ampla. Os impactos negativos dos acontecimentos de dezembro de 1994 afetaram estes países, gerando saídas de capitais de suas Contas *Portfólio*: principalmente pela rápida venda que os investidores fazem dos títulos da dívida, e pela Conta Outros Investimentos: por não haver a renegociação de empréstimos de curto e médio prazo e por haver fuga nos depósitos. Conforme pode ser observado no **Quadro 8** o efeito contágio analisado sobre a variação do risco-país foi forte, sendo que o maior impacto também se deu no mês de março. No que tange a este contágio é interessante observar brevemente o efeito da crise sobre as contas financeiras da Argentina, uma das mais atingidas pela Crise do México.

**Tabela 4**
**Conta Financeira da Argentina**

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Conta Financeira** | **182,0** | **7.630,32** | **2.0392,0** | **11.359,9** | **4.989,28** | **11.713,2** | **16.755,4** | **18.936,20** |
| - Investimento Direto | 2.439 | 3.265,0 | 2.088,0 | 2.622,1 | 4.112,28 | 5.347,8 | 5.507,45 | 4.965,17 |
| - Portfólio | -34,0 | 47.66,81 | 33.710,3 | 8.357,37 | 1.851,53 | 9.717,31 | 10.095,7 | 8.787,78 |
| -Outros Investimentos | -2.223 | -401,55 | -15.406,3 | 380,45 | -974,52 | -3.351,9 | 1.152,21 | 5.183,25 |

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados do FMI.

**Gráfico 9**




Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados do FMI.

No caso da Argentina existem limitações estatísticas para a análise mais detalhada dos dados, uma vez que o Banco Central não registra detalhadamente os fluxos de portfólio[17]. Levantamos os dados para a nossa análise a partir das estatísticas do FMI, sendo que a indicação é a de que os fluxos de capitais se concentraram no sistema bancário doméstico (Freitas & Prates, 1998), e que a parcela restante se direcionou para a bolsa de valores.

A recuperação da demanda por ativos financeiros iniciou-se após a adoção do Plano de Conversibilidade, destacando-se a predominância dos depósitos em moeda estrangeira no Sistema Financeiro Argentino (Machinea, 1996). Os depósitos em dólares chegaram a atingir a 54% do total de depósitos do sistema financeiro em 1995. O que se observou, na verdade, foi um aprofundamento da dolarização, numa situação em que os depósitos continuavam se concentrando em 30 dias.

Com o regime de *Currency Board*, o aumento das reservas é seguido por uma expansão da oferta de moeda e da capacidade de empréstimo do sistema bancário. Paralelamente então passam a predominar créditos em dólares, canalizados para atividades produtivas voltadas para o mercado interno e para o financiamento de bens de consumo duráveis.

Ou seja, gerava-se forte vulnerabilidade:

i) a dinâmica financeira ficava na completa dependência da dinâmica dos fluxos internacionais de capitais.

ii) os empréstimos se concentravam em setores *non-tradables*, ampliando a exposição das carteiras dos bancos às desvalorizações cambiais.

Pela **Tabela 4 e Gráfico 9** podemos observar a expansão do ingresso de recursos pela Conta Financeira do Balanço de Pagamentos. O saldo da mesma alcançava o patamar de US$ 11.359,9 milhões em 1994. A saída de capitais pelo "efeito tequila" também pode ser observada, uma vez que esta conta se reduziu para o patamar de US$ 4.985,3 milhões em 1995. As duas contas que contribuíram para tal redução foram a Conta *Portfólio e Outros Investimentos.*

[17] Segundo Fanelli & Machinea (1997), os investimentos de *portfólio* correspondem aos fluxos de capitais não especificados, registrados no item Outros Movimentos do Balanço de Pagamentos argentino.

No caso da primeira, esta no ano da eclosão da crise apresentou uma forte redução: saiu de um patamar de US$ 33.710,3 milhões (1993) para o de US$ 8.357,53 milhões em 1994, ficando ainda mais reduzida em 1995; no nível de US$ 1.851,53 milhões.

A Conta Outros Investimentos também teve a mesma seqüência: em 1993 apresentava US$ 15.406,31 milhões e passou para US$ 380,45 milhões em 1994, chegando a ficar negativa em 1995 (US$ -974,52 milhões), devido principalmente a não renegociação dos empréstimos bancários de curto e médio prazos. Esta fuga resultou numa grave crise bancária no primeiro semestre de 1995, observando-se que a fuga dos depósitos não pode ser contrabalançada por um emprestador de última instância.

A crise Mexicana também gerou efeitos sobre o Brasil, que serão analisados em item à parte. O que queremos destacar é que o impacto da crise mostrou-se momentâneo e serviu como um sinal de alerta para os capitais mais voláteis, que começarão a exigir uma maior rentabilidade para ingressar nestes países. Dessa forma, os capitais de curto prazo voltaram a se dirigir para estas economias, num contexto em que o nível de liquidez internacional continuou elevado, mas que as exigências passaram a ser maiores.

Esta rápida recuperação é claramente vista no gráfico da Conta Financeira do México e da Argentina. Em 1996, a conta financeira do México já se apresentava superavitária em um patamar de US$ 4.248 milhões, sendo que a Conta IDE apresentava um saldo positivo de US$ 9.186 milhões e a Conta *Portfólio* US$ 4.081 milhões. A Conta Financeira só não apresentou um saldo maior porque a Conta Outros Investimentos ainda apresentava-se negativa no patamar de US$ -3.351,9 milhões.

Os investidores voltaram a aplicar nos países emergentes, ainda com maior força, não só por ainda vigorar um ambiente de alta liquidez internacional, mas também porque os países emergentes aumentaram seus juros (prêmio) para que os investidores ficassem mais seguros na aplicação de recursos em seus ativos de curto prazo.

Também para o caso do México, como esta crise foi momentânea, as Agências de Risco não rebaixaram a classificação dos títulos soberanos, pois não havia expectativa de que o país não fosse cumprir com suas obrigações de curto prazo.

Ainda mais, as Autoridades Monetárias daqueles países, após a crise, buscaram um programa de estabilização econômica que contou significativamente com a ajuda externa.

O programa teve por objetivo adequar a situação fiscal, através de políticas fiscais restritivas, restabelecer as diretrizes para um "crescimento econômico sustentado", via aumento da poupança interna, redução da dependência da poupança externa e contenção da inflação no momento em que o peso mexicano atingia sua máxima desvalorização.

Este programa teve aporte de US$ 20 bilhões do Tesouro dos EUA, US$ 10 bilhões do Grupo dos 10 (G 10) e US$ 17,8 bilhões do FMI. Com este programa voltou a confiança dos investidores internacionais, e com isso a taxa de juros declinou e a moeda voltou a ficar estável. A Argentina seguiu também um programa de ajuste que envolveu aumento interno de juros e controle fiscal.

Já nos países asiáticos, conforme já observamos, esta crise não reverteu o fluxo de capitais, que continuou elevado após a crise mexicana. Então a resposta da política monetária dos países asiáticos foi somente no sentido de melhorar a situação financeira do setor público com o objetivo de reduzir a taxa de juros interna (Bevilaqua, Garcia e de Paula, 2000).

Outros países emergentes, como Chile, Peru e Venezuela não realizaram nenhum tipo de política monetária restritiva significativa, como resposta à crise mexicana.

Neste contexto, o que já podemos destacar até aqui é o potencial de reversão dos recursos vinculados à Conta *Portfólio* e à Conta Outros Investimentos (especialmente Depósitos e Empréstimos de Curto prazo), por conta de movimentos de reversão de expectativas. Ou seja, pode-se dizer que a Conta Financeira se alterou devido aos "humores" do mercado financeiro, que impactaram diretamente nos *spreads* dos países emergentes do próprio continente.

Aqui não houve interferência das Agências de *Rating*, quanto ao rebaixamento das notas dos títulos de dívida soberanos dos países emergentes.

#### ***3.2.2.2- Crise da Ásia***

Conforme vimos anteriormente, a situação da abertura financeira dos países asiáticos se deu a partir de uma inserção distinta daquela que se verificara para a América Latina. Um dos fatos destacados é o de que o papel do IED é mais forte nos influxos de capitais, *vis a vis* aos relativos à Conta *Portfólio*. No entanto, se separarmos os países que sofreram o ataque, precisamos qualificar estes dados. Conforme podemos observar na **Tabela 1** no início do

capítulo II, a partir de 1992 a participação dos ingressos de Portfólio crescem e se equiparam aos ingressos de IED. A partir daí, a participação de IED é menor, e se destacam as entradas de Outros Investimentos. Ademais, também é possível tecer outra consideração. Montiel e Reinhart (1999) analisam o peso dos capitais de curto prazo sobre os fluxos totais de capitais e chegam à conclusão que a participação relativa (sobre PIB) destes fluxos na Ásia é maior do que o que se observa na América Latina. Lopes e Mejia (1999) colocam que as exposições desprotegidas das moedas nacionais e das taxas de juros foram os principais determinantes das crises mexicana e asiática.

No caso dos países asiáticos as principais causas do *crash* regional já podiam ser indicadas desde antes de 1995, quando muda a paridade do iene frente ao dólar (Miranda, 1998; Medeiros, 1998). Mesmo com esta mudança, no entanto, os países asiáticos articulados economicamente à economia japonesa não mudam a paridade com o dólar, o que obviamente gera problemas em seus Balanços de Pagamentos. A crença difundida era a de que a manutenção da paridade, conjugada à eliminação progressiva dos controles cambiais seriam importantes indicadores de credibilidade, gerando a possibilidade de continuar atraindo capitais externos. As firmas continuaram financiando suas operações através de empréstimos em moeda externa sem proteger suas exposições (por conta de que o *hedge* encarecia o custo do empréstimo no exterior). Isto por que havia um compromisso "crível" das autoridades quanto aos arranjos da Taxa de câmbio.

**Paridade Ien x Dólar**

| |
|---|
| 1985: 129 ienes por dólar |
| 1995: 85 ienes por dólar por 1 |

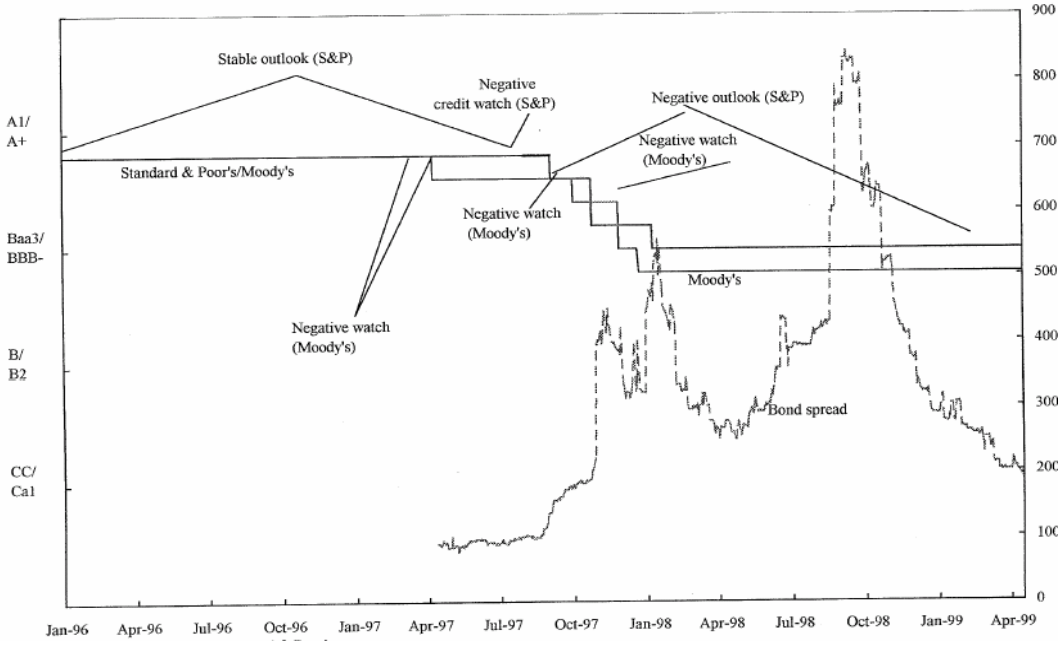
A rigidez do regime cambial, *vis à vis* à volatilidade da paridade iene-dólar gerou desequilíbrios financeiros graves, por conta de questões que já se colocavam antes mesmo da mudança da paridade, relativas a modificações na dinâmica do financiamento externo do país. Em 1993 já era possível verificar: queda de ingressos de IDE japonês recebidos pela Tailândia, Malásia e Indonésia; crescimento nos investimentos de *Portfólio* para a Coréia e Tailândia; forte expansão de investimentos imobiliários.

Após a mudança da paridade, ocorre redução ainda maior do IDE japonês como componente do financiamento externo destas economias, o que se soma à expansão da concorrência chinesa (como conseqüência da desvalorização do Iuane). O que se percebe, em termos do Balanço de Pagamentos nos países da ASEAN 4 e na Coréia é que entre 1995 e 1997 expande-se o déficit nos serviços de fatores e reduzem-se as exportações. A deterioração do resultado de transações correntes passa a exigir mais ingressos de capitais. Do lado da Conta Financeira, cai a entrada de IDE e aumentam os Investimentos de *Portfólio*.

A crescente fragilização financeira das economias do leste asiático levou às crises cambiais e financeiras de 1997, tendo sido a Tailândia o primeiro país a sucumbir (julho de 1997). No caso da crise da Ásia e seus impactos é interessante observar a articulação entre os movimentos de fuga de capitais, a ação das Agências de *Rating* e dos movimentos dos *spreads* sobre títulos soberanos.

Um fato importante a destacar com respeito à crise da Ásia é que as agências não chegam a detectar de forma mais explícita o movimento de crise. Na verdade, o que queremos destacar é que sua atuação acaba por magnificar a saída de recursos. Vejamos.

**Gráfico 10 – Avaliação das Agências de *Ratings* para a Tailândia**



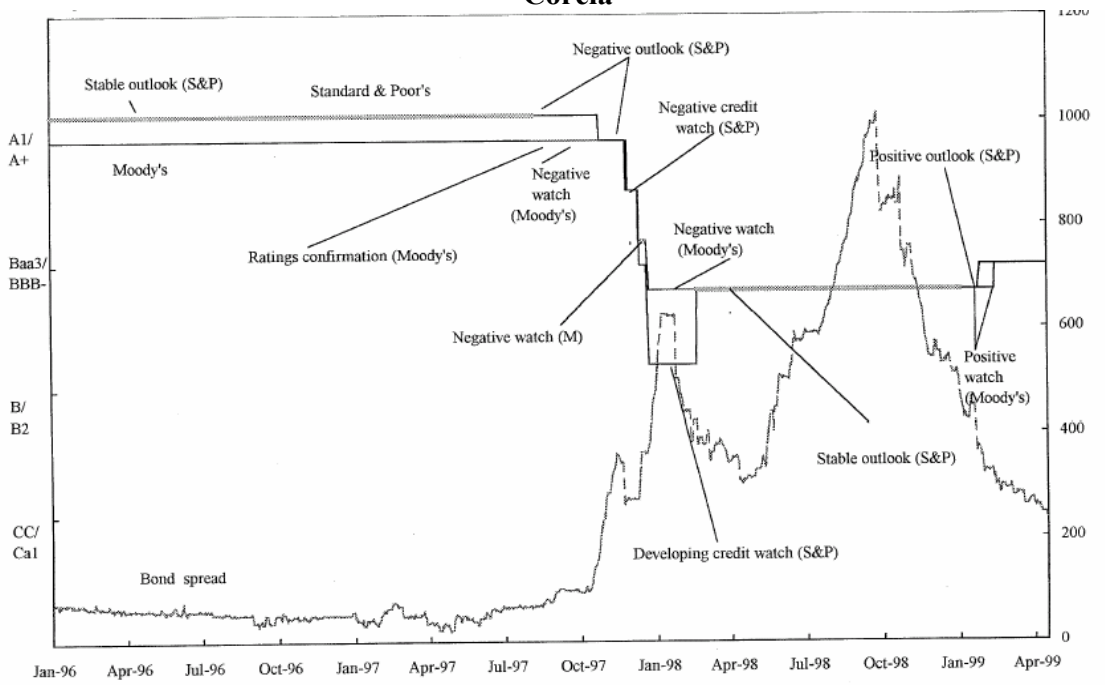

Fonte: Moody's e S&P's apud FMI(1999).

**Quadro 9**
**Avaliação das Agências de *Rating* para o caso da Tailândia**

| AGÊNCIA | MÊS | NOTA |
|---|---|---|
| **S&P** | | |
| | 1994 a Julho de 1997 | Não há mudança de nota (A) |
| | 3 de Setembro | Rebaixa para A- |
| | 24 de Outubro | Rebaixa para BBB |
| **Moody´s** | | |
| | Maio de 1996 | Dá a indicação de rebaixamento para os títulos de curto prazo |
| | Setembro de 1996 | Rebaixa as notas dos títulos de curto prazo (Prime 2 – ainda no nível de *Investment grade*) |
| | Fevereiro de 1997 | Indicação de rebaixamento para os títulos soberanos de Longo Prazo (continuam ainda com a nota A2) |
| | Abril de 1997 | Rebaixa a nota para A3 |
| | 18 de Setembro | Indicação de rebaixamento |
| | 1 de Outubro | Rebaixamento para Baa1 |
| | 23 de Outubro | Indicação para rebaixamento |
| | 27 de Novembro | Rebaixamento para Baa3 |
| | Dezembro | Rebaixa para Ba1 – *non investment grade* |

Fonte: Elaborado pela autora

**Gráfico 11 – Avaliação das Agências de *Ratings* para a Coréia**




Fonte: Moody's e S&P's apud FMI(1999).

**Quadro 10**
**Avaliação das Agências de *Rating* para o caso da Coréia**

| AGÊNCIA | MÊS | NOTA |
|---|---|---|
| **S&P's** | | |
| | Maio a Setembro de 1996 | Não a manifestação para os títulos soberanos da Coréia |
| | Junho e Julho de 1997 | Indica Outlook negativo para a Coréia |
| | 25 de Novembro de 1997 | Rebaixa os títulos soberanos para A1 |
| | 01 Dezembro de 1997 | Rebaixa os títulos soberanos para BBB-, mais ainda continua no nível de Investimento. |
| | 22 de Dezembro de 1997 | Nesta data os títulos passam para o grau de Investimento Especulativo – B+ |
| **Moody´s** | | |
| | Maio a Setembro de 1996 | Não a manifestação para os títulos soberanos da Coréia |
| | Junho e Julho de 1997 | Indica Outlook negativo. |
| | 10 Dezembro de 1997 | Rebaixa os títulos soberanos para Baa2 |
| | 21 Dezembro de 1997 | Rebaixa os títulos soberanos do país, deslocando-os para o grau de investimento de alto risco de crédito – Ba1 |

Fonte: Elaborado pela autora

Analisando então os **Gráficos 11 e 12** e os **Quadros 9 e 10** podemos concluir que:

Entre 1994 e 1996 a Tailândia e a Coréia eram consideradas pelas agências como estando no grau de *Investment Grade* (nota A2 da *Moody´s*). Em 1996, em algumas das análises da *Moody's* era possível observar certa preocupação quanto ao sistema financeiro tailandês. Estas preocupações aparecem em maio, quando há uma indicação de *downgrade* e em setembro, quando a agência rebaixa a nota dos títulos de curto prazo para Prime 2 – ainda no nível de *Investment Grade*. Em Fevereiro de 1997 a agência colocou os títulos de longo prazo da Tailândia em revisão para *downgrade* e em Abril estes foram rebaixados para A3.

Até julho de 1997 os *spreads* sobre os títulos de longo prazo soberanos tailandeses permaneceram essencialmente estáveis.

As pressões baixistas no mercado de câmbio da Tailândia iniciaram-se em maio de 1997, levando a saídas de dívidas (Miranda, 1998). As autoridades monetárias abandonaram o regime de cambio fixo (julho), numa tentativa de conter a saída de divisas, estratégia esta que não vingou. Os *spreads* sobre os títulos soberanos começaram a aumentar na terceira semana de agosto. Apenas após este salto é que as agências se manifestam. A *Moody's* dá uma indicação de queda no preço dos títulos em 18 de setembro, sendo que em 1 de outubro rebaixa-os para Baa1. Em 23 de outubro dá uma indicação de nova baixa, que ocorre em 27 de

Novembro para Baa3 e em dezembro para Ba1. Só aí é que estes títulos passam a estar no nível de *non-investment grade*.

A *S&P's*, que não havia tecido nenhuma manifestação de baixa até então rebaixa os títulos soberanos da Tailândia em sSetembro (para A-) e em outubro para BBB. Neste mês ocorre o ataque contra o SAR em Hong Kong.

Da Tailândia, a crise se espalhou pela Indonésia, Filipinas e Coréia do Sul, como efeito e gerando-se três ondas de crise (BIS, 1998): a primeira afetando Tailândia, Filipinas e Malásia (julho); a segunda Taiwan e Hong Kong (outubro) e a terceira, Coréia e Indonésia (dezembro).

Esses acontecimentos, que geraram a desvalorização da moeda tailandesa, eram compartilhado (afetados) pelas economias do Sudeste Asiático, fazendo com que crescesse a cautela por parte dos investidores e gerando uma maior preocupação para os eventos que ocorreram nestes países. Outros países da região (Filipinas, Indonésia, Malásia, Singapura e Coréia) também sofreram ataques especulativos e desvincularam suas moedas ao dólar. Houve uma fuga massiva de capitais e os investidores procuraram se retirar pressionando a taxa de câmbio.

A situação da região asiática piorou a partir de outubro de 1997, com o ataque especulativo contra o dólar de Hong Kong e o Won coreano. Essa turbulência causou uma queda na Bolsa de Valores de todo o mundo, sendo que a Coréia do Sul sucumbe a fuga de capitais e aos ataques especulativos. O interessante a observar no caso da Coréia é que, apesar das preocupações quanto à vulnerabilidade do setor financeiro (colapso do Hanbo *Steel* em janeiro de 1997), não houve movimento das agências de *rating* no sentido de um *downgrade*. A *Moody's* indica um *Outlook* negativo em junho de 1997 e a *S&P*'s efetua um *downgrade* em 24 de outubro (de AA- para A+). Isto foi acompanhado por uma subida rápida dos *spreads*.

Apenas em 27 de novembro a *Moody's* rebaixa a Coréia para o nível A3, em 10 de dezembro para Baa2 e em 21 de dezembro para Ba1. A *S&P's* rebaixa a Coréia também em novembro para A1; em 1 de dezembro para BBB- e em 22 de dezembro para B+. Observa-se paralelamente a subida abrupta dos *spreads* requeridos. Observe-se que, assim como no caso da Tailândia, a Coréia demorou a ser classificada para o nível *Non-investment*, apesar de estar em pleno ataque. Isto só ocorreu no mês de dezembro de 1997.

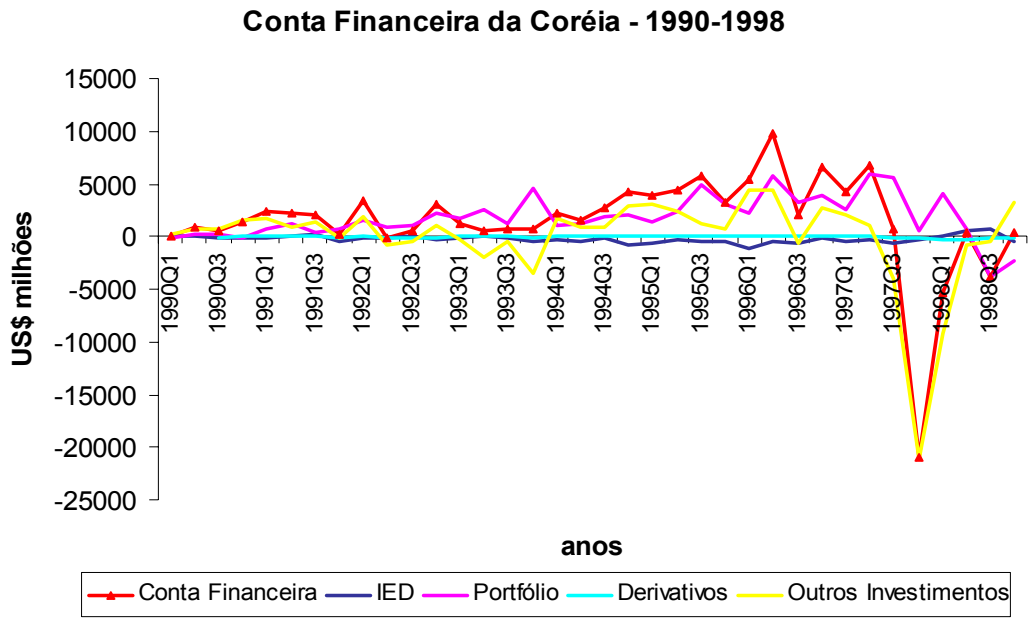
As grandes desvalorizações das moedas dos países da região asiática levaram bancos e empresas à falência, devido ao grande endividamento que estes agentes financeiros tinham em moeda estrangeira, e estes se viram também com uma grande queda no preço dos seus ativos. A perda de confiança dos investidores quanto à situação financeira dos países provocou quedas significativas na atividade econômica dos mesmos (exceto a Malásia que adotou controles sobre a saída de capitais – Stiglitz, 2000).

Não houve a necessidade de decretar moratória, porque houve um acordo entre o FMI e o Governo coreano: da ordem de US$ 60 bilhões em dezembro de 1997, sendo que no início de 1998 os bancos credores refinanciaram US$ 24 bilhões de suas dívidas de curto prazo.

Vejamos o movimento da Conta Financeira da Coréia, que será o país representativo dos países asiáticos, durante os acontecimentos descritos acima. Lembrando que esta crise acontece ainda em um período de elevada liquidez internacional.

Abaixo está indicada a Conta Financeira da Coréia em dados quadrimestrais e o comportamento das agências de *rating* para a Tailândia e a Coréia durante a crise asiática.

**Gráfico 12**




Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados do FMI.

**Tabela 5**
**Conta Financeira da Coréia 1996 e 1997 (US$ Milhões)**

| | 1996 | | | | 1997 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Discriminação** | **1º quadr** | **2º quadr** | **3º quadr** | **4º quadr** | **1º quadr** | **2º quadr** | **3º quadr** | **4º quadr** |
| **Conta Financeira** | **5379,1** | **9847,7** | **2104,6** | **6593** | **4215,8** | **6726,5** | **762,5** | **-20899,8** |
| **-Investimento Direto** | -1180,3 | -395,9 | -590,4 | -178,1 | -507 | -225,6 | -660,8 | -211,8 |
| **- Portfólio** | 2160,8 | 5735,4 | 3245,2 | 3960,4 | 2531,8 | 5848,7 | 5508,1 | 495,4 |
| **- Derivativos** | -21,2 | 23,4 | 7,1 | 73,5 | 62,8 | -20,1 | -64,2 | -67,2 |
| **- Outros Investimentos** | 4419,8 | 4484,8 | -557,3 | 2737,2 | 2128,2 | 1123,5 | -4020,6 | -21116,2 |

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados do FMI.

Analisando conjuntamente a **Tabela 5** e voltando um pouco para os **Gráficos 10 e 11**, podemos associar alguns dos impactos das considerações das Agências de *Rating* e do movimento do risco-país sobre os fluxos de capital. Conforme já observamos, de maio a setembro de 1996 as Agências de *Rating* começam a indicar preocupação com a Tailândia, sem mudar a sua nota (A2 dado pela Moody's e A dado pela S&P's) . No caso da Coréia as agências não se manifestam. Mesmo assim, a Conta Financeira da Coréia se mostra em redução: de um patamar de US$ 9.847,7 milhões no 2° quadrimestre, cai para US$ 2.104,6 milhões no 3° quadrimestre de 1996. A subconta *Portfólio* teve uma queda de US$ 2.489,8 e a subconta Outros Investimentos queda de US$ 5.042,1 milhões.

Essa saída de capitais pode então ter sido influenciada por conta da indicação de cautela da *Moody's* aos países asiáticos. Apesar disso, de setembro de 1996 à abril de 1997 indicava-se que as expectativas quanto a economia tailandesa e coreana permaneciam estáveis, tanto é que neste período os *spreads* cobrados sobre os títulos tailandeses e coreanos permaneceram constantes (**Gráficos 10 e 11**). Este *"Outlook"* estável contribuiu para a volta de US$ 4.488,4 milhões na Conta Financeira da Coréia, no último quadrimestre de 1996.

A partir de maio de 1997 a situação se altera, tendo em vista a especulação contra o *Bath* tailandês e o rebaixamento da nota da *Moody´s* para a dívida de curto prazo da Tailândia para A3. Ainda assim, tendo em vista que o país continuava no nível de *Investment Grade* e que a *S&P's* não havia rebaixado a classificação deste país, não houve impacto mais forte de contágio nos fluxos de capitais direcionados à Coréia até junho de 1997. Os recursos continuaram a entrar no país durante o 1° e 2° quadrimestre de 1997, chegando ao patamar de US$ 6.726,5 milhões no 2° quadrimestre de 1997.

Nos meses de junho e julho de 1997 a situação piorou na Tailândia, sendo que as Agências de *Rating* apenas indicam um *Outlook* negativo para a Coréia.

Como o Bath flutua em Julho, os *spreads* da taxa de juros começaram a aumentar tanto na Coréia como na Tailândia na terceira semana de agosto (**Gráficos 10 e 11**). Só após este gradual aumento é que a Tailândia foi rebaixada pela *S&P'*(A-) e pela *Moody's* (Baa1). O que queremos destacar, então no caso da Coréia é que as agências não foram capazes de indicar previamente o colapso que se verificaria, ainda que a região já estivesse sob ataque especulativo.

No entanto, os **Gráficos 11 e 12** indicam que após o ataque contra Hong Kong (outubro 1997) ocorre o rebaixamento mais expressivo das notas da Tailândia por ambas as agências a partir de setembro/outubro de 1997 (S&P's rebaixou para BBB e Moody's para Baa3), isto influenciou no movimento abrupto dos *spreads* sobre os papéis coreanos e sobre a saída massiva de capitais. A avaliação da *Moody's* foi além disso. Em dezembro de 1997, rebaixou o *rating* da Tailândia para Ba1, deslocando o país para o "grau de sub-investimento" ou de alto risco de investimento.

O rebaixamento das notas da Coréia a partir de Novembro de 1997 reforça a saída de capitais, ainda que o país continuasse no nível de *Investment Grade* até dezembro. Isto nos mostra que o que está influenciando é a queda da nota e não o fato de estar acima ou abaixo da linha divisória indicada pelas agências. Questiona-se então o conceito: o que significa, para um país periférico e sem moeda forte estar acima da linha de *Investment Grade*, mesmo sob ataque especulativo?

Vemos também pelos **Gráficos 10 e 11** que na data de rebaixamentos dos dois países (dezembro de 1997) para o "grau de Sub-investimento", após o ataque especulativo contra a moeda de Hong Kong, os *spreads* atingem sua máxima, por volta de 600 pontos-base, o que no início do ano de 1997 estava a 100 pontos-base.

O efeito contágio entre os países da região asiática se deu em grandes patamares. Para a Coréia partir do 4° quadrimestre de 1997 (outubro, novembro e dezembro) o saldo total da Conta Financeira (**Tabela 5**) teve uma brusca reversão, chegando a atingir um patamar negativo: de US$ 762,5 milhões no 3° quadrimestre para US$ -20.899,8 milhões no 4° quadrimestre. As aplicações em *portfólio*, devido à queda no preço das ações de todo o

mundo, passaram de US$ 5.508,1 milhões no 3° quadrimestre para US$ 495,4 milhões no 4° quadrimestre, uma redução de US$ 5.013,4 milhões.

A subconta Outros Investimentos também teve uma grande diminuição do seu saldo. No 3° quadrimestre de 1997, já apresentando um saldo negativo de US$ -4.020,6 milhões, passou para um patamar negativo muito maior no 4° quadrimestre: US$ -21.116,2 milhões. Este saldo negativo se deu pelo aumento do endividamento dos bancos em moeda estrangeira.

A reação das Autoridades Monetárias dos países asiáticos para impedir uma recessão mais profunda dos países foi no sentido de estabilizar o câmbio e impedir uma depreciação e inflação contínua. Para atender esses objetivos, a política monetária foi bastante restritiva entre final de 1997 e início de 1998. Além disso, o governo asiático teve ajuda do FMI em 60 bilhões, visando recuperar a confiança do investidor externo, manter um crescimento econômico e evitar a desvalorização excessiva da moeda e conter a inflação. Para alcançar esses objetivos, o acordo previa uma política fiscal que reduzisse a dependência em relação à poupança externa e a recuperação e recapitalização dos sistemas bancários.

O interessante de se observar é que logo no primeiro quadrimestre de 1998, a Conta Financeira de Coréia já apresentava uma reversão, tendo como contribuição os crescentes saldos nas Contas *Portfólio* e Outros Investimentos, pela volta da aplicação de recursos em títulos e ações e a renovação dos empréstimos de curto e médio prazo, respectivamente. Ou seja, mesmo considerando a crise, ainda continuava o momento de liquidez internacional.

Paralelamente, os países emergentes latino-americanos sofrem um menor impacto da crise asiática do que os próprios países emergentes da região. Cabe, no entanto, observar que esta crise, por ter atingido um grande número de países da região, afetou os países latino-americanos em maior grau do que a crise mexicana.

Vejamos o contágio da crise asiática aos demais países emergentes analisando o movimento dos *spreads* pelo **Quadro 11** abaixo.

O **Quadro 11** nos mostra que os países emergentes começaram a sentir o sinal da crise, não no momento de deflagração desta (Maio de 1997), mas principalmente após três meses do início da crise (Agosto de 1997), que coincide com o período em que a Tailândia adota o câmbio flutuante; com o da especulação contra a moeda de Hong Kong e com o início dos rebaixamentos dos bônus soberanos coreanos e tailandeses para o “grau de sub-investimento”.

**Quadro 11**
**Variação do EMBI+(diferença de preços) em relação à crise da Ásia***

| | 1 mês | 3 meses | 6 meses | Vale | Data Vale | Meses depois da Crise |
|---|---|---|---|---|---|---|
| EMBI+ | 2,3% | 6,8% | 1,7% | -9,8% | 12/nov/97 | 4,4 |
| *Latino-americanos* | 2,5% | 6,6% | 2,9% | -8,7% | 12/nov/97 | 4,4 |
| **Argentina** | 3,1% | 5,6% | 1,9% | -8,6% | 12/nov/97 | 4,4 |
| **Brasil** | 2,1% | 6,3% | 0,7% | -13,4% | 12/nov/97 | 4,4 |
| **Equador** | 6,9% | 14,8% | 7,2% | -7,0% | 30/out/97 | 4,0 |
| **México** | 3,1% | 7,0% | 7,3% | -3,4% | 27/out/97 | 3,9 |
| **Panamá** | -1,2% | 0,5% | -1,6% | -13,0% | 27/out/97 | 3,9 |
| **Peru** | -2,4% | 5,2% | 1,9% | -15,0% | 12/nov/97 | 4,4 |
| **Venezuela** | 1,6% | 8,4% | 4,9% | -4,5% | 27/out/97 | 3,9 |
| *Fora da América Latina* | 1,4% | 7,4% | -2,6% | -14,5% | 13/nov/97 | 4,5 |
| **Bulgária** | 5,3% | 13,8% | 5,6% | -8,2% | 12/nov/97 | 4,4 |
| **Marrocos** | 0,9% | 3,1% | -2,0% | -12,9% | 13/nov/97 | 4,5 |
| **Nigéria** | 2,7% | 6,7% | 0,6% | -10,2% | 14/nov/97 | 4,5 |
| **Filipinas** | -0,2% | 0,5% | -3,5% | -8,3% | 12/nov/97 | 4,4 |
| **Polônia** | 0,8% | 3,3% | 3,1% | -3,5% | 12/nov/97 | 4,4 |
| **Rússia** | 0,7% | 8,8% | -5,8% | -20,4% | 13/nov/97 | 4,5 |

Fonte: Elaborado por Bevilaqua, Garcia e De Paula (2000).
* Em relação a 2 Julho de 1997
** Queda do EMBI, considerando diferenças nos preços dos títulos, significam aumento do EMBI+ quando se utiliza a diferença de rentabilidade requerida e vice versa.

O período dos rebaixamentos também coincide com a data vale dos *spreads* dos títulos soberanos da Tailândia e Coréia. Isto é, data em que o EMBI+ (risco-país, medidos em pontos-base) atingiu seu valor máximo como mostrado pelos **Gráficos 10 e 11**. Isto significa que a diferença entre o prêmio requerido para adquirir os bônus soberanos tanto da Coréia como da Tailândia em relação ao prêmio exigido pelo bônus mais seguro do mundo – T-Bond – estava muito elevado.

Três meses após a crise, vemos que os países latino-americanos que mais sofreram com a crise foram: Equador, México e Venezuela, tendo seus índices EMBI+ variados em 14,8%, 7% e 8,4%, respectivamente. Quanto aos países fora da América Latina, os que mais sofreram os impactos foram a Bulgária (13,8%) e a Rússia (8,8%).

Além disso, os países fora da América Latina sofreram um impacto maior do que os países emergentes latino-americanos, demorando mais a se recuperar – *"seis meses após a crise, o índice ainda estava 2,6% abaixo do seu valor na data inicial da crise"* (Bevilaqua, Garcia e De Paula, 2000: 07).

Após esta crise, nos países emergentes da América Latina colocaram em prática políticas monetárias contracionistas, principalmente, Brasil, Chile, México e Argentina. Um dos elementos centrais destas políticas foi o aumento dos juros, com o intuito de por fim à volatilidade do câmbio. Em parte por conta dos ajustes os capitais voltaram a fluir, só que com um perfil mais de curto prazo do que o que se verificara no período pretérito.

### ***3.2.2.3- Crise da Rússia***

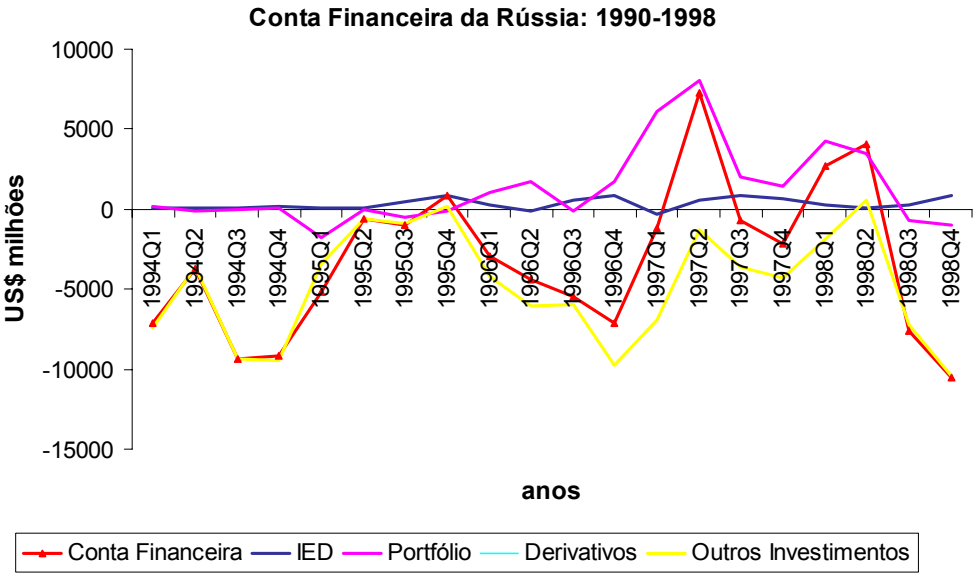
O último mini ciclo da década de 1990, ocorreu em 1998 com a crise da Rússia[18]. Data esta marcada também pelo encerramento do período de grande liquidez internacional. Esta crise foi conseqüência dos grandes déficits fiscais acumulados pelo governo deste país, articulados ao efeito contágio que já se observava com relação aos demais países emergentes.

Vejamos o mecanismo de contágio da Conta Financeira da Rússia durante as crises do México e Ásia e, também, seu movimento durante a sua própria crise, articulando com o movimento das agências de classificação de risco, quanto à nota de seus bônus soberanos.

Pelo **Gráfico 13** e a **Tabela 6** observamos que desde 1994 o saldo total da Conta Financeira da Rússia se apresentava em déficit de US$ -29.340 milhões decorridos em parte dos impactos negativos da crise mexicana. Os déficits continuaram ao longo dos dois próximos anos 1995 e 1996, sendo US$ -5.828 milhões e US$ -19.890 milhões, respectivamente, por conta do movimento da conta Outros Investimentos. Ainda assim, observa-se um ingresso positivo e ascendente no que tange à conta Portfólio.

[18] Vale ressaltar que os efeitos da crise da Rússia misturaram-se à crise do *hedge fund* LTCM, cuja débacle alterou sensivelmente o apetite para o risco dos investidores internacionais nos papéis de renda fixa mais arriscados (*junk bonds*).

**Gráfico 13**




Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados do FMI

**Tabela 6**
**Conta Financeira da Rússia – anual: 1994 a 1999**

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Conta Financeira** | **-29340** | **-5828** | **-19890** | **3164** | **-51894** | **-17434** |
| **-Investimento Direto** | 409 | 1460 | 1657 | 1678 | 5204 | 1103 |
| **- Portfólio** | 21 | -2443 | 4411 | 17639 | 19628 | -1627 |
| **- Derivativos** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **-Outros Investimentos** | -29770 | -4845 | -25958 | -16153 | -76726 | -16910 |

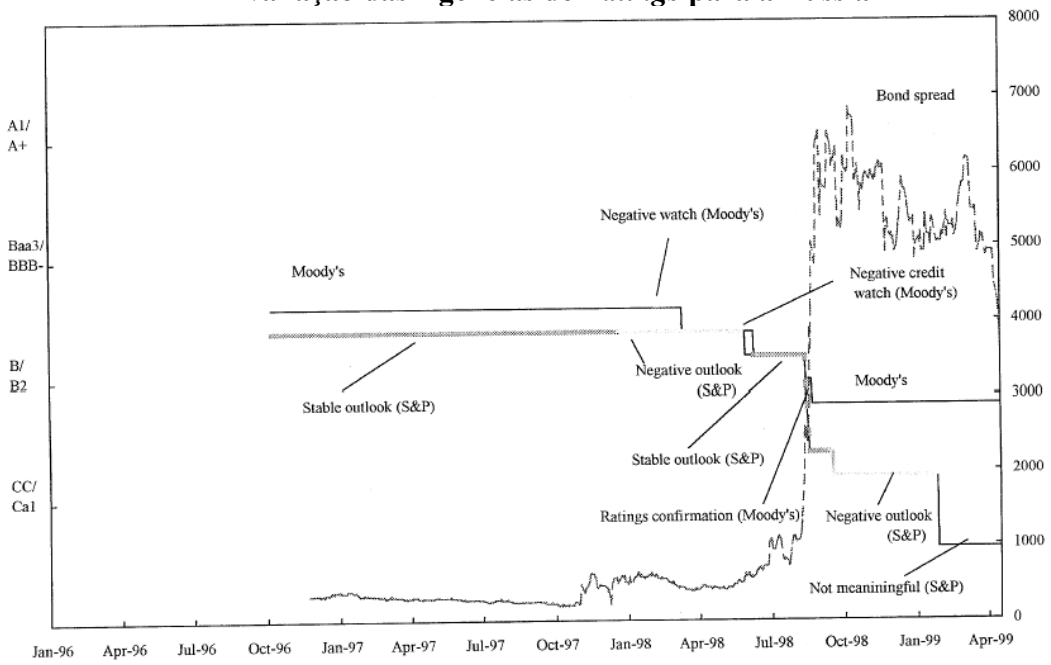
Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados do FMI

A melhora do ingresso nesta conta, associada a uma reversão relativa da conta Outros Investimentos leva a resultados positivos da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos Russo em 1997, chegando-se a um saldo de US$ 3.164 milhões. Este resultado se deve essencialmente à contribuição da subconta *Portfólio,* que apresenta um resultado positivo de 17.639 milhões. Em agosto de 1997 a *Moody´s* classificava os títulos soberanos da Rússia no nível Ba2 e a S&P em BB-.

No entanto, o fluxo de capitais para o país passa a sofrer nova reversão com o aprofundamento da Crise da Ásia, por conta do efeito contágio. O **Gráfico 14** nos mostra mais claramente que os *spreads* dos bônus soberanos da Rússia sofreram impactos mais fortes em Novembro de 1997, sendo que até então as agências de *rating* tinham uma expectativa estável

quanto ao pagamento das obrigações deste país (neste ano os *spreads* estavam num patamar de 500 pontos-base). O contágio afeta a Rússia quando a crise da Ásia se torna mais grave, sendo que o país passa a perder reservas, causando o aumento dos *spreads* sobre os títulos soberanos, que quase dobrara; atingindo 1.000 pontos.

**Gráfico 14**
**Avaliação das Agências de *Ratings* para a Rússia**




Fonte: Moody's e S&P's apud FMI(1999)

**Quadro 12**
**Avaliação das Agências de Rating para o caso da Rússia**

| AGÊNCIA | MÊS | NOTA |
|---|---|---|
| **S&P** | | |
| | 13 de agosto de 1998 | B- |
| | 17 de agosto | CCC |
| | 16 de setembro | CCC- |
| | 27 de janeiro de 1999 | Rating que define default –D |
| **Moody´s** | | |
| | 13 de agosto de 1998 | B2 |
| | 21 de agosto | B3 |

Fonte: Elaborado pela autora

A partir daí a S&P faz, em outubro de 1997, um *Outlook* negativo sobre os títulos soberanos russos. O efeito contágio se faz sentir principalmente depois que a Coréia foi rebaixada para o nível *sub-investment*, em Novembro.

No início de 1998 a situação da Rússia começa a se agravar. Em março a *Moody´s* efetua um *downgrade* nos títulos soberanos para Ba3. Em Junho o Banco Central russo triplica as taxas de juros básicas, para tentar manter o capital e, no mesmo mês a *Moody´s* faz um novo rebaixamento para B1. Em Junho é a vez da *S&P's*, que rebaixa os títulos soberanos para B+.

Em agosto de 1998, o aumento da preocupação dos investidores quanto a sustentabilidade da dívida russa pressionou o câmbio e as reservas. O aumento da taxa de juros fez os *spreads* alcançarem 2500 pontos-base em agosto de 1998. Neste mesmo mês a *S&P's* faz um *downgrade* nos títulos para B- e a *Moody´s* para B2, sendo que a Rússia perdeu mais US$ 5,5 bilhões em suas reservas. Desde então, a piora constante nas finanças nacionais mostrava que o regime fiscal vigente não seria capaz de cumprir com suas obrigações externas.

Após este período houve uma sucessão de rebaixamentos pelas Agências de *Rating*, pela expectativa negativa de não pagamento de suas obrigações de curto prazo. Após o período de Auge da Crise da Rússia (outubro de 1998), o contínuo aumento dos *spreads*, a grande saída de capitais do país, o baixo nível de reservas do país e a grande desvalorização do Rubro, levou a *S&P's* a avaliar a Rússia como moratória da dívida externa e doméstica (nota D).

Em janeiro de 1999 após a indicação dada pela *S&P's* de que a classificação da Rússia estava em nível de *default* os *spreads* alcançaram sua pontuação record.

**Tabela 7**
**Resultado da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos da Rússia 1998 (US$ Milhões)**

| **Discriminação** | **1º quadr** | **2º quadr** | **3º quadr** | **4º quadr** |
|---|---|---|---|---|
| **Conta Financeira** | **2704** | **4048** | **-7629** | **-10527** |
| **-Investimento Direto** | 294 | 41 | 257 | 904 |
| **- Portfólio** | 4238 | 3481 | -715 | -969 |
| **- Derivativos** | | | | |
| **- Outros Investimentos** | -1828 | 526 | -7171 | -10462 |

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados do FMI.

Pela **Tabela 7** é possível visualizar a rápida reversão que se processa nos fluxos de *Portfólio* e Outros Investimentos como característica de movimento de fuga de capitais. Anteriormente vimos que o salto total da Conta Financeira da Rússia em 1997 apresentava um superávit de US$ 3.164 milhões, mas em 1998 esta situação superavitária se altera. Conforme a **Tabela 7** nos primeiros dois quadrimestres, nota-se que o saldo total da conta financeira ainda apresenta superávit, mas a partir da eclosão da crise da Rússia (Agosto de 1998) esta situação se altera. Com o aumento dos *spreads* e o início dos rebaixamentos dos bônus soberanos deste país inicia-se uma fuga de capitais.

No 3º quadrimestre a conta financeira se reverteu para um patamar negativo de US$ -7.629 milhões, sendo que no 2° quadrimestre apresentava um superávit de US$ 4.048 milhões. Esta reversão se deu principalmente pela grande venda de títulos por parte dos investidores, acarretando um déficit na conta *Portfólio* de US$ -715 milhões; e, também, pelo não refinanciamento dos empréstimos de curto e médio prazo que venciam no período, ou seja, a Conta Outros Investimentos teve saldo de US$ -7.171 milhões.

No 4° quadrimestre a situação da conta financeira se agrava ainda mais devido ao *spreads* atingirem seu máximo (7.000 pontos-base) e as agências de *rating* classificarem o país como moratória da dívida externa. Neste período, a conta financeira que já apresentava um saldo negativo de US$ -7.629 milhões no 3° quadrimestre, aumentou para US$ -10.527 milhões no 4°quadrimestre. A Conta *Portfólio* e a Conta Outros Investimentos também tiveram seu saldo negativo aumentado para US$ -969 milhões e US$ -10.462 milhões respectivamente.

Vejamos o efeito contágio da crise russa a outros países emergentes, conforme a variação dos seus *spreads*.

O **Quadro 13** abaixo nos mostra que um mês após o ápice da crise da Rússia (agosto de 1998) os *spreads*/risco-país, medido pelo índice EMBI+, obtiveram sua maior variação (mês da data vale – setembro de 1998). Isso significa que os países emergentes foram rapidamente surpreendidos e afetados com a crise da Rússia.

Dentre os países latino-americanos os índices EMBI+ que sofreram maior variação foram o do Brasil (-18,9%), do Equador (-24,2%), do Peru (-20,0%) e da Venezuela (-24,6%).

Quanto aos não latino-americanos podemos citar a Bulgária (-18,7%) e obviamente a própria Rússia (-61,9%).

**Quadro 13**
**Variação do EMBI+(diferença de preços) em relação à Crise da Rússia***

| | 1 mês | 3 meses | 6 meses | Vale | Data Vale | Meses depois da Crise |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **EMBI+** | -17,7% | -2,1% | -2,4% | -23,14% | 10/set/98 | 0,8 |
| ***Latino-americanos*** | -15,4% | 1,0% | -0,4% | -21,76% | 10/set/98 | 0,8 |
| Argentina | -14,0% | 2,4% | 2,7% | -21,85% | 10/set/98 | 0,8 |
| Brasil | -18,9% | -1,0% | -7,0% | -26,71% | 10/set/98 | 0,8 |
| Equador | -24,2% | 2,8% | -22,3% | -33,33% | 10/set/98 | 0,8 |
| México | -9,5% | 0,4% | 3,3% | -14,25% | 11/set/98 | 0,8 |
| Panamá | -1,5% | 10,4% | 9,1% | -13,88% | 27/ago/98 | 0,3 |
| Peru | -20,0% | 8,8% | 4,7% | -22,54% | 11/set/98 | 0,8 |
| Venezuela | -24,6% | 0,2% | 6,6% | -31,25% | 03/set/98 | 0,6 |
| ***Fora da América Latina*** | -27,9% | -15,2% | -10,6% | -30,33% | 11/set/98 | 0,8 |
| Bulgária | -18,7% | 12,3% | 18,0% | -26,11% | 10/set/98 | 0,8 |
| Marrocos | -13,4% | 0,2% | 4,0% | -24,19% | 28/ago/98 | 0,4 |
| Nigéria | -13,3% | 8,8% | 8,8% | -18,55% | 27/ago/98 | 0,3 |
| Polônia | -3,4% | 3,7% | 5,8% | -10,20% | 31/agoset/98 | 0,5 |
| Rússia | -61,9% | -57,4% | -56,6% | -70,67% | 31/out/98 | 1,9 |

Fonte: Elaborado por Bevilaqua, Garcia e De Paula (2000).
* Em relação a 17 de Agosto de 1998.
** Queda do EMBI, considerando diferenças nos preços dos títulos, significam aumento do EMBI+ quando se utiliza a diferença de rentabilidade requerida e vice versa.

Em termos de contágio, o país mais afetado pela crise foi o Brasil, que foi o país latino-americano que mais demorou a se recuperar – *"após três meses da crise o seu índice apresentava ainda uma queda de -0,98% em relação a 17 de Agosto de 1998"* (Bevilaqua, Garcia e De Paula, 2000: 09).

Para que os países se recuperassem da crise russa, a reação das Autoridades Monetárias foi novamente no sentido de adotar uma política monetária e fiscal restritiva.

Na Venezuela, as Autoridades Monetárias responderam às pressões intervindo no mercado de modo a manter a taxa de câmbio, reduzindo as condições de liquidez e anunciando medidas de redução do déficit fiscal.

A Argentina já não foi tão afetada pela crise russa como fora pela crise mexicana. Durante agosto e setembro de 1998, os preços das ações começaram a cair drasticamente, mas o governo aumentou moderadamente a taxa de juros e as reservas do Banco Central foram pouco reduzidas, refletindo, em parte, a credibilidade do *currency board* e das reformas

bancárias, assim como das medidas de redução do déficit fiscal implementadas em 1998 (Bevilaqua, Garcia e De Paula, 2000).

No México, não era somente o contágio da Rússia que preocupava, mas também a queda no preço do petróleo, a fragilidade do setor bancário e a deterioração do déficit em conta corrente. Dessa forma, para frear esses acontecimentos negativos, as Autoridades Monetárias mexicanas adotaram uma política monetária contracionista e um projeto de reforma tributária que visava, principalmente, as receitas das *non-oil commodities*.

No Chile, para minimizar a pressão da moeda, a política monetária foi restritiva aliada a um pacote fiscal. Os juros subiram de 8%a.a. em junho de 1998, para 17%a.a. em setembro do mesmo ano. Já a Malásia adotou medidas um pouco diferentes. Além do controle seletivo de capitais em setembro de 1998, as medidas de política monetária não foram tão apertadas.

Assim, de maneira geral, *"os países analisados responderam às crises com política monetária contracionista, elevando a taxa de juros para defender suas moedas. No entanto, as crises estudadas levaram a diferentes respostas por parte de cada país. A crise do México deu origem à política monetária mais contracionista na Argentina e no próprio México, enquanto que para outros países, como Brasil, Peru e México utilizaram medidas mais apertadas após a crise da Rússia"* (Bevilaqua, Garcia e De Paula, 2000: 25).

Após analisarmos a dinâmica das agências de ratings durantes as recentes crises, é interessante questionar se as agências de ratings podem acrescentar dinâmicas acentuadas ou reduzir as crises no balanço de pagamentos. Uma necessária condição para isso ocorrer é a existência da causalidade dos ratings e spreads. Vários estudos foram feitos usando a causalidade de Granger. Um deles foi de Cantor e Packer (1996) que estudaram o efeito dos anúncios dos ratings nos spreads (diferença entre o rendimento dos bonds denominados em dólar dos EUA e os bonds do Tesouro do país com a mesma maturidade), usando elementos antes e depois de 79 anúncios incluindo 35 países na amostra. Eles fizeram duas importantes descobertas: 1) anúncios positivos das agências de ratings são estatisticamente significantes no movimento do rendimento dos bonds na direção esperada, mas que anúncios negativos não produzem efeitos significativos; 2) o impacto dos anúncios nos spreads são mais fortes nos títulos que apresentam grau de investimento especulativo do que nos soberanos que estão no nível de "grau de investimento".

Outro estudo semelhante foi efetuado por Reisen e Von Maltzan (1999), usando 29 países de 1989 a 1997 e 152 anúncios de ratings, sendo 97 deles ligados a mercados emergentes. Estes autores conduziram um estudo que apresenta duas partes. Na primeira, eles examinaram a interação entre os spreads sobre os títulos soberanos (especificamente a diferença entre o rendimento dos bonds denominados em dólar dos EUA de maturidade de 10 anos, com os bonds do tesouro de mesma maturidade) e os ratings de crédito implementados pelas as agências depois de responderem à influência dos determinantes macroeconômicos de risco do país. Em particular, eles consideraram se as agências de ratings causam, no sentido Granger, os spreads, depois de o país controlar os indicadores macroeconômicos. Nestes indicadores estavam incluídos os estoques totais no mercado, reservas em moeda estrangeira, taxa de câmbio, termos do comércio e produção industrial. Os autores concluíram que as agências de ratings causam, no sentido de Granger, os spreads e vice e versa.

Além disso, os autores também fizeram um estudo similar ao de Cantor e Packer (1996). Descobriram que durante os anúncios de mudança de rating, ocorre uma mudança significativa no rendimento dos spreads na direção esperada, apenas quando os anúncios se referem a situações de rebaixamento de notas. Este resultado mostra um contraste com o trabalho de Cantor e Packer, que encontraram efeito significativo somente nos anúncios positivos. Porém, os dois trabalhos chegam a mesma conclusão quando os anúncios se referem aos spreads dos mercados emergentes, ou seja: os anúncios causam um grande efeitos nos bonds classificados no grau de investimento especulativo, o que corresponde àquelas emissões soberanas dos mercados de emergentes.

Então, qual é o critério de avaliação que as agências buscam para rebaixar um país, especialmente quando se observa que elas falharam em prever importantes crises? Esta é uma pergunta que muitos analistas estão a se perguntar, sendo que as agências se defendem levantando vários argumentos. Aqui destacamos alguns:

i) Segundo as próprias agências, elas começam a avaliar os títulos soberanos de um país pelo risco de moratória. Emissões que estão consideradas como estando no nível de "investimento especulativo" devem ter, expectacionalmente, maior risco de moratória do que aquelas que estão no "grau de investimento". Quando se observa que as agências não foram capazes de indicar a possibilidade das crises, estas se defendem observando que os ratings

envolvem a questão relacionada à probabilidade de uma moratória; elas não relatariam o prognóstico das crises financeiras em si (FMI, 1999).

Neste contexto, as agências consideram que os países avaliados nos mais alto grau de investimento devem ter menos crises e, mais importante consideram que eles devem ter melhores condições de crédito, força política, econômica e capacidade social para administrar crises. Segundo as agências, os seus registros e o verdadeiro histórico de moratória mostram uma alta correlação entre a qualidade de crédito e a remota possibilidade de *default*: altos *ratings* têm baixa probabilidade de moratória, e vice-versa. Neste sentido, destacam que os *ratings* são bons indicadores de condições de crédito (FMI, 1999:137).

ii) Ainda segundo as agências, outro critério pelo qual se pode avaliar os próprios *ratings* é sua durabilidade. Se os *ratings* têm um alto grau de previsão, eles deveriam ser duráveis e não deveriam mudar muito. Ainda que os *ratings* sejam influenciados por fatores cíclicos, as agências colocam que os *ratings* de longo prazo tentam "ver através do ciclo". Os *ratings* inseridos no grau de investimento são mais estáveis do que aqueles avaliados no grau de sub-investimento. *Ratings* soberanos avaliados no grau de investimento tem de 60% a 90% de chance de permanecer avaliados na mesma categoria depois de três anos.

iii) Outro importante fator é a comparação que as agências fazem dos mercados. Embora as Agências de *Ratings* sejam imperfeitas na previsão de risco de *default*, em grande parte elas são menos voláteis e mais precisas que o mercado, as agências ainda acentuam a eficiência do mercado de capitais. Nesse sentido, os *ratings* são mais estáveis que os *spreads* do mercado, o qual flutua diariamente e algumas vezes muito substancialmente. Destacam que tanto em períodos de crises como de não crises os *spreads* variam mais vezes que os *ratings*.

No entanto, mesmo considerando estas observações, no contexto das recentes crises financeiras, muitos questionamentos podem ser feitos para esta concepção. Primeiro, os *ratings* da Tailândia, Coréia e Indonésia falharam em capturar o risco associado às crises financeiras que se avizinhavam, mesmo que elas não tenham entrado em nível de *default*. De fato, observa-se que estes países estavam no nível de *Investment Grade*. Paralelamente no caso da Rússia e do Brasil a nota em si já estaria indicando a possibilidade de crise, uma vez que esta estava, desde o início, no nível de *sub-investment grade*. Ora, esta divergência em si já nos leva a questionar os próprios índices como indicadores de mercado. Primeira; como é possível que países como os asiáticos, que já apresentavam problemas sérios de balanço de

pagamentos, se mantivessem no nível de *Investment Grade*? Conforme já indicamos em capítulo anterior deste trabalho, o histórico de *default*, muito mais do que os indicadores em si definiram o nível inicial da classificação dos países periféricos.

Segunda; o que ficou também claro com as crises foi que os *ratings* não são bons indicadores de estabilidade, para o caso de países periféricos. Na verdade, se estabelece uma interrelação perversa, pois estas notas influenciam sobremaneira os aplicadores e de outro, não têm de fato, qualquer compromisso com as conseqüências de seus movimentos. O que fica claro, por outro lado, é que elas são essencialmente influenciadas por movimentos de curto prazo. Ainda que por vezes não sejam as mesmas a causarem o movimento de corrida contra um país, seus ajustes provocam um movimento de manada muito mais intenso sobre os capitais de curto prazo. Os estudos que analisam o impacto das notas sobre os *spreads* demonstram que, no caso dos países que estão classificados como *sub-investment*, as primeiras causam impactos negativos sobre os segundos.

## 3.3- O PERÍODO DE 1999-2004

### 3.3.1- A MUDANÇA NA LÓGICA DOS FLUXOS – A DINÂMICA DE *FEAST OR FAMINE*

Após a Crise da Rússia observamos uma queda mais drástica nos recursos dirigidos aos países periféricos, sendo que se observam várias crises seguidas:

1998→Crise da Rússia
1999→ Crise cambial do Brasil
2001/2002 → crise da Turquia e da Argentina
2001→ Desinflar da bolha especulativa das Bolsas de Valores norte-americanas e os ataques de 11 de Setembro, revelação de escândalos contáveis em corporações americanas de capital aberto acentuaram a retração dos fluxos.

**Tabela 8**
**Emerging Market e Developing Countries: Net Capital Flows**

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Total | | | | | | | |
| Private Capital Flows, net | 77,4 | 86,6 | 42,2 | 20,6 | 47,0 | 131,2 | 162,9 |
| Private Direct Investiment, net | 153,0 | 171,2 | 175,0 | 189,1 | 139,3 | 119,3 | 135,3 |
| Private Portfólio investiment, net | 38,4 | 66,0 | 6,1 | -95,7 | -98,6 | -87,5 | -43,9 |
| Other private capital flows, net | -114,0 | -150,6 | -139,0 | -72,8 | 6,3 | 99,3 | 71,2 |
| Oficial Flows, net | 47,3 | 6,4 | -14,5 | 25,8 | 3,3 | -7,2 | -20,0 |
| Change in reserves | -34,6 | -92,7 | -116,9 | -113,5 | -196,0 | -363,9 | -303,8 |
| Memorandum | | | | | | | |
| Current account | -51,4 | 38,8 | 128,9 | 88,1 | 145,8 | 207,3 | 162,5 |
| **Africa** | | | | | | | |
| Private Capital Flows, net | 9,1 | 11,8 | 1,1 | 6,5 | 7,2 | 9,5 | 13,2 |
| Private Direct Investiment, net | 6,9 | 9,8 | 8,2 | 23,9 | 12,3 | 14,3 | 13,7 |
| Private Portfólio investiment, net | 3,7 | 8,3 | -2,2 | -8,8 | -0,7 | 1,8 | 2,5 |
| Other private capital flows, net | -1,6 | -6,3 | -4,9 | -8,5 | -4,4 | -6,6 | -3,0 |
| Oficial Flows, net | 4,7 | 3,5 | 3,1 | 1,9 | 4,2 | 4,1 | 4,2 |
| Change in reserves | 2,7 | -3,4 | -13,2 | -12,5 | -7,6 | -14,4 | -13,5 |
| **Central and east Europe** | | | | | | | |
| Private Capital Flows, net | 27,3 | 34,5 | 33,4 | -1,1 | 43,8 | 43,5 | 45,7 |
| Private Direct Investiment, net | 18,0 | 21,3 | 22,9 | 22,7 | 23,1 | 13,2 | 18,2 |
| Private Portfólio investiment, net | -2,4 | 4,3 | 3,6 | -0,2 | 0,7 | 3,9 | 5,7 |
| Other private capital flows, net | 11,8 | 8,8 | 6,9 | -23,6 | 20,0 | 26,4 | 21,7 |
| Oficial Flows, net | 1,1 | -2,0 | 2,7 | 6,5 | -7,2 | -5,7 | -6,1 |
| Change in reserves | -9,6 | -11,0 | -3,1 | 6,1 | -13,6 | -11,1 | -5,5 |
| **Common wealth of Independent States** | | | | | | | |
| Private Capital Flows, net | 4,5 | -7,6 | -15,1 | -5,6 | -9,7 | 4,8 | -0,5 |
| Private Direct Investiment, net | 5,3 | 4,3 | 2,4 | 5,0 | 4,2 | 3,6 | 4,3 |
| Private Portfólio investiment, net | 7,7 | -3,0 | -6,0 | -9,2 | -8,2 | -13,3 | -8,5 |
| Other private capital flows, net | -8,5 | -8,9 | -11,5 | -1,3 | -5,7 | 14,6 | 3,7 |
| Oficial Flows, net | 9,4 | 0,1 | -3,4 | -3,7 | -1,1 | -4,2 | -1,7 |
| Change in reserves | 7,5 | -2,0 | -17,2 | -11,3 | -11,8 | -31,9 | -32,4 |
| **Emerging Ásia** | | | | | | | |
| Private Capital Flows, net | -50,6 | 2,7 | -4,2 | 10,1 | 24,8 | 84,3 | 116,8 |
| Private Direct Investiment, net | 56,1 | 66,4 | 67,4 | 60,5 | 53,1 | 49,3 | 56,0 |
| Private Portfólio investiment, net | 8,4 | 56,6 | 20,1 | -54,4 | -57,6 | -58,4 | -18,1 |
| Other private capital flows, net | -115,0 | -120,2 | -91,7 | 4,0 | 29,3 | 93,4 | 78,9 |
| Oficial Flows, net | 17,5 | 1,8 | 4,0 | -2,0 | -1,9 | -8,6 | -3,5 |
| Change in reserves | -52,6 | -87,1 | -60,8 | -90,7 | -157,8 | -245,3 | -2134,8 |
| **Middle East** | | | | | | | |
| Private Capital Flows, net | 8,4 | -7,9 | -24,9 | -16,3 | -27,6 | -22,9 | -30,1 |
| Private Direct Investiment, net | 5,1 | 3,9 | 7,7 | 8,1 | 6,9 | 8,9 | 8,9 |
| Private Portfólio investiment, net | -6,2 | -4,5 | -12,3 | -15,8 | -19,0 | -24,3 | -27,5 |
| Other private capital flows, net | 9,5 | -7,3 | -20,4 | -8,6 | -15,4 | -7,4 | -11,4 |
| Oficial Flows, net | 5,2 | 6,6 | -11,0 | -3,2 | -5,4 | -11,0 | -7,8 |
| Change in reserves | 10,3 | -0,2 | -27,4 | -10,6 | -3,1 | -25,5 | -11,5 |
| **Western Hemisphere** | | | | | | | |
| Private Capital Flows, net | 78,6 | 53,2 | 51,9 | 26,9 | 8,5 | 11,8 | 17,9 |
| Private Direct Investiment, net | 61,5 | 65,5 | 66,4 | 68,9 | 39,6 | 30,0 | 34,6 |
| Private Portfólio investiment, net | 27,2 | 4,4 | 2,9 | -7,2 | -13,7 | 2,9 | 2,1 |
| Other private capital flows, net | -10,1 | 16,6 | -17,4 | -34,7 | -17,4 | -21,1 | -18,8 |
| Oficial Flows, net | 9,5 | -3,4 | -9,9 | 26,3 | 14,6 | 18,2 | -5,6 |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Change in reserves | 7,2 | 11,1 | 4,8 | 5,4 | -2,0 | -35,5 | -6,1 |
| Memorandum | | | | | | | |
| Fuel Exporters | | | | | | | |
| Private Capital Flows, net | 5,1 | -25,7 | -54,8 | -32,4 | -50,9 | -21,7 | -35,0 |
| Nonfuel Exportes | | | | | | | |
| Private capital Flows, net | 72,3 | 112,3 | 96,9 | 52,9 | 97,9 | 152,9 | 197,9 |

Fonte: FMI (2004).

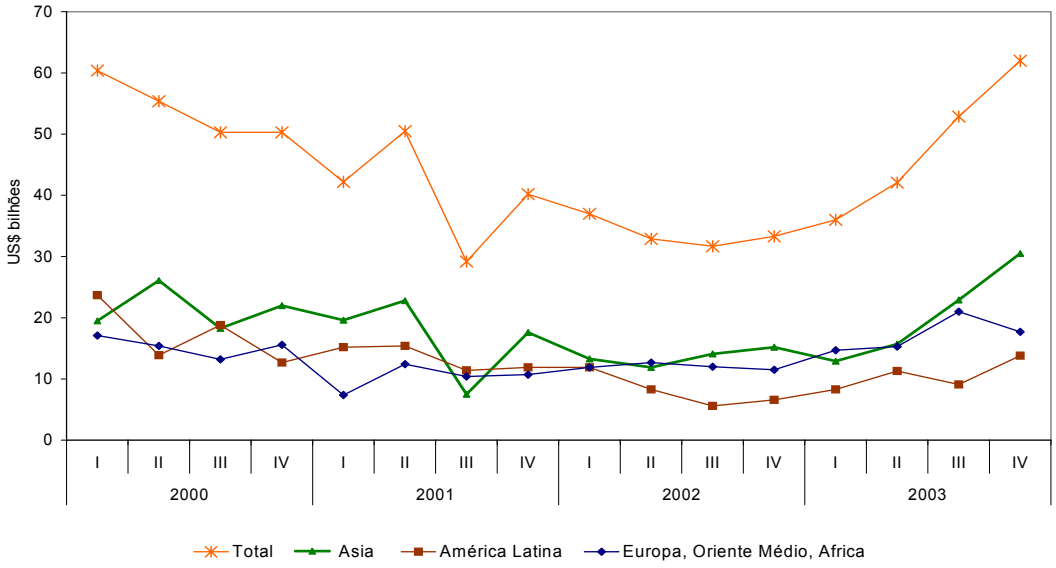
O que se destaca em termos das crises dos países periféricos, desde a do México é que os países sobre ataque mudaram seu regime de câmbio, passando a adotar o regime de câmbio flutuante. No que se refere ao período pós Crise da Rússia, as fugas de capitais passam a ser mais sérias. Entre 1998 e 2001 há um movimento geral de retração de recursos.

Conforme pode se observar pela **Tabela 8** as emissões brutas de ações mostram uma menor volatilidade, mas apresentam um peso menor nos fluxos enviados. As aplicações em carteira e os empréstimos reduzem seus patamares, gerando uma queda geral de recursos no período 1999-2001. Os empréstimos bancários são os fluxos que mais se reduzem[19]. Para além da queda dos fluxos, o que se destaca na nova fase que estamos relatando é que após o *default* da Argentina (2001) ocorrem mudanças na estrutura do mercado de títulos de dívida dos países emergentes.

Por um lado observa-se uma aversão ao risco dos investidores de varejo europeus e japoneses, levando ao fechamento dos mercados denominados em euro e iene para os emissores de países emergentes em 2001 e 2002 (FMI, 2002; FMI, 2003). Observa-se que ocorre uma diferenciação quanto ao direcionamento dos recursos. **De fato, o mercado de títulos de países emergentes começa a indicar uma discriminação entre regiões; especialmente em relação aos emissores da América Latina. De modo geral, os tomadores com grau de investimento não-latino americanos beneficiaram-se de uma redução do custo do endividamento**.

[19] No final do ano de 2001 os passivos dos bancos internacionais com os países emergentes superavam os ativos. O conjunto dos países emergentes tornou-se emprestador líquido de capitais para o sistema bancário internacional (BIS, 2003).

**Gráfico 15**
**Fluxos financeiros para os países emergentes (distribuição por região)**




Fonte: IMF (2004a), retirado de Prates e Farhi (2004).

Esta nova dinâmica está ligada à já citada aversão ao risco, mas de outro há outra característica que se explicita nos mercados globais: o crescimento da importância dos novos Fundos Mútuos "dedicados" em mercados emergentes (n*ew dedicated emerging market mandates),* que se baseiam em índices mais amplos (como o EMBI *Global* e o EMBI *Global Diversified*), nos quais o peso dos países latino-americanos, como Brasil e Argentina, é menor (Prates e Farhi, 2004). Neste sentido estes Fundos têm mais alternativa de aplicações quando vão reestruturar seu portfólio.

A lógica de aplicação destes fundos e dos investidores, em geral, envolve a expectativa dos movimentos futuros dos mercados globais e é continuamente ditada pela dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais.

No período pós 1999, além das várias crises sobre os países periféricos, observaram-se vários acontecimentos nos países centrais, que geraram expectativas negativas sobre os aplicadores. Dentre os choques mais importantes, destacam-se a crise de credibilidade sobre a Bolsa de Valores norte americana por conta dos escândalos contábeis; o fim da bolha especulativa nas bolsas mundiais; a desaceleração econômica mundial, o ataque terrorista aos

Estados Unidos. As condições de liquidez são fortemente afetadas e os aplicadores dirigem sua análise para o comportamento esperado da taxa de juros norte americana. Toda a vez que há expectativa de crescimento da taxa os capitais se dirigem maciçamente para os títulos Norte Americanos.

No caso dos países periféricos, observa-se fortemente esta relação. Há uma elevada **correlação** entre a volatilidade e os prêmios de risco dos chamados mercados emergentes (medidos pelos índices como o EMBI +) *vis à vis* o comportamento dos mercados acionários dos países centrais (FMI, 2003). Ocorre um comportamento sincronizado entre os *spreads* dos chamados *Jun Bonds* (títulos de rentabilidade elevada e alto risco emitidos por corporações americanas) e o dos títulos emitidos pelos mercados emergentes. A dinâmica seguida é a que está resumida na **Tabela 8**.

Quando há expectativa de alta das taxas de juros Norte-Americanas, o prêmio de risco dos *Junk-Bonds* aumenta → ocorre uma saída massiva de capitais, especialmente dos papéis de mercados em nível de *sub-investment grade* em direção aos Junk-Bonds → aumenta o *Spread Over Treasury Bonds* dos papéis de emissores emergentes (EMBI + aumenta).

Quando há expectativa de queda das taxas de juros Norte-Americanas e o prêmio de risco dos referidos papéis cai → ocorre a reabertura dos mercados primários emergentes → ocorre um **excesso de emissão** lideradas por estes emissores (considerados de maior risco), que podem saturar rapidamente os mercados primário e secundário (EMBI + cai).

Os Fundos de Investimento Dedicados a Países Emergentes seguem esta dinâmica de fuga nos momentos em que as expectativas revertem. Os papéis que estão no nível de *sub-investment* são aqueles que são rapidamente descartados, sendo que os investidores passaram a exigir maiores contrapartidas dos emissores desses ativos, como securitização de recebíveis e garantias oficiais (FMI, 2003).

Na medida em que as expectativas de mercado têm mudado com muita rapidez passa a se observar uma dinâmica que alterna momentos de alta liquidez, com momentos de escassez abrupta de recursos.

No que se refere ao direcionamento em termos das regiões periféricas, prevalece a já citada questão de que os fluxos são diferenciados. A América Latina é a região que mais sofre com as reversões abruptas. Nos momentos de fuga, em vários momentos os devedores da **América Latina**, foram **excluídos** do mercado primário, enquanto que o mesmo não ocorreu com os mercados Asiáticos e do Leste Europeu. Os primeiros foram beneficiados pela base de investidores locais. Os últimos beneficiaram-se de *spreads* mais baixos e mantiveram o acesso ao mercado primário, favorecidos pelo "avizinhamento" de sua integração européia e as aplicações de investidores institucionais europeus em busca de rentabilidade (Prates e Farhi, 2004).

Os fundos dedicados seguem esta lógica, sendo que nos momentos de redução de liquidez aumentaram suas posições em caixa e reduziram o peso relativo dos países latino-americanos em relação ao *benchmark*, elevando simultaneamente o peso das posições na Europa do leste, especialmente na Rússia.

Então, em termos do movimento geral, observa-se que nos momentos de reversão das expectativas houve uma retirada em massa das aplicações em papéis da América Latina, com exceção do México (FMI, 2002b e c; FMI, 2003). No que tange aos episódios mais recentes de expansão e retração da liquidez internacional indicamos o movimento da **Tabela 8.**

**→ 2001 a fev de 2002 → expansão de recursos**
**→ maio a nov 2002 → forte escassez**
**→ a partir de dez de 2002 e 2003 → abundância de recursos**
**→ primeiro semestre de 2004 → perda de ímpeto da liquidez, devido à perspectiva de**
**→ alta da taxa da juros norte- americana.**

Os novos fluxos de capitais externos têm, em alguns aspectos, seguidos o mesmo padrão do ciclo anterior (Farhi, 2004: 25): a) forte valorização dos ativos dos países emergentes; b) os fluxos de capitais de curto prazo se elevaram em primeiro lugar e os de médio e longo prazo só começaram a se materializar após um certo tempo.

A questão fundamental a destacar para os propósitos de nosso trabalho é o de indicar que os principais condicionantes sobre os movimentos dos prêmios de risco estão intrinsecamente

definidos por esta dinâmica especulativa dos capitais e que o movimento dos indicadores domésticos não é o seu determinante central (Corrêa, 2004).

Segundo Farhi (2004) as características desse segundo ciclo o vinculam mais estreitamente com a lógica dos mercados financeiros e tornam mais vulnerável a súbitas mudança de humores, porque:

(i) Os fluxos de capitais para as economias emergentes foram essencialmente constituídos por títulos colocados em mercados, contando com menos empréstimos bancários e investimentos diretos estrangeiros;

(ii) Os investidores com posições muito alavancadas tiraram, pelo menos, em parte as lições das crises passadas e assimilaram a natureza cíclica dos fluxos de capitais para as economias emergentes em geral, e para as que não conseguiram reduzir sua vulnerabilidade em particular. Estão assim alertas para o primeiro sinal de possível reversão, liquidando suas posições.

No caso dos recentes movimentos citados na **Tabela 8** acima, estes foram fortemente definidos pela dinâmica relacionada à expectativa do movimento das taxas de juros norte-americana. Então, seguimos a interpretação (Corrêa, 2003; Prates & Farhi, 2004) de que as determinações relativas à escassez internacional de recursos não estão relacionadas meramente ao momento de crise das próprias economias emergentes. Estas últimas crises se dão em um momento em que ocorrem desajustes nas economias dos países centrais, prejudicando os investimentos e a liquidez nos mercados internacionais, sendo que o movimento da política Monetária Norte Americana afeta diretamente os fluxos financeiros internacionais.

A adoção do câmbio flutuante "sujo" por algumas economias emergentes tem por objetivo manter o câmbio desvalorizado, para melhorar sua inserção internacional através de elevados superávits comerciais e reconstituir elevadas reservas em divisas. Com isso, esses países estão buscando reduzir sua vulnerabilidade externa e obter instrumentos para minorar os impactos de nova reversão da liquidez internacional.

**Gráfico 16**
**Taxa de Juros Mensais dos *feds funds* (em % ao ano)**

Fonte: Federal Reserve

Outras economias emergentes, como o Brasil, adotam "políticas macroeconômicas corretas", que favoreçam o melhoramento dos seus fundamentos econômicos para a atração de capitais externos. Mas, esta forma de atração aumenta a volatilidade das taxas de câmbio e não permite que o país eleve de forma significativa suas reservas em divisas. A vulnerabilidade externa desses países tende a se elevar junto com o aumento de suas dívidas em divisas.

No Global Financial Stability Report (2004), o FMI sublinha essas diferenças ao apontar que:

> *"...os riscos enfrentados pelos países emergentes são crescentemente diferenciados. Como um grupo essas economias melhoraram muito seus fundamentos econômicos: crescimento, inflação controlada, superávits em conta corrente – o que significa que continuam a ser exportadores líquidos de capital para o resto do mundo – e substancial acúmulo de reservas em divisas. Esses avanços reduziram sua vulnerabilidade externa. Entretanto, o desempenho agregado encobre um crescente fosso entre países que fizeram progressos significativos e os que não fizeram...".*

Nesse sentido, as análises quanto aos ciclos de capitais acabam convergindo para uma conclusão (Farhi, 2004: 33): *"a liberalização das contas de capitais e a desregulamentação financeira adotadas pela maior parte das economias emergentes (com exceção da China e*

*Índia) para se integrar às feições internacionais, em que os mercados têm supremacia na precificação dos ativos e na transferência de recursos (crédito) dos agentes superavitários para os agentes deficitários, acabou por submeter à disponibilidade de recursos externos, que essas economias necessitam, em razão de sua dependência externa, à lógica dos mercados financeiros".*

Ademais, *"a formação desses mini ciclos acentua a volatilidade e a incerteza dos agentes, à medida que é impossível 'à priori' determinar sua duração e intensidade ou mesmo saber se constituem ou não início dos processos de reversão da fase anterior do ciclo mais longo"* (Prates e Farhi, 2004: 03).

# CAPÍTULO IV: RISCO-PAÍS, FLUXOS PARA O BRASIL E A DINÂMICA DOS JUROS

## 4.1- O MOVIMENTO DE ABERTURA E A DETERMINAÇÃO DA DINÂMICA DOS JUROS E CÂMBIO NO BRASIL

Antes de expor o movimento do fluxo de capitais, daremos uma breve introdução de como ocorreu a liberalização financeira no Brasil, que foi essencial para que estes fluxos se dirigissem para o país com maior intensidade, porém sendo de maior risco, pois com a liberalização, estes capitais podem se retirar do país no momento desejado.

Para compreendermos o processo da abertura financeira, faremos uma retrospectiva cronológica dos principais eventos políticos e econômicos que delinearam a liberalização financeira do Brasil, conforme levantamento de Bekaert & Harvey (1999).

Segundo Freitas e Prates (1998), o grau de abertura financeira de cada país da América Latina é bastante heterogêneo, sendo que no Brasil a abertura financeira apresenta restrições à conversibilidade da conta capital e à conversibilidade interna da moeda nacional.

As medidas referentes à década de 1970 não sugerem qualquer movimento de abertura, porém destaca-se a remoção dos tetos das taxas de juros em 1976, e sua re-imposição em 1979, bem como a introdução de leis para *traders* internos, no mesmo ano. Em 1978, o primeiro processo baseado nas leis de *traders* internos toma lugar (Hamberger, 2005).

A década de 1980, marcada pela crise de liquidez e o grande endividamento externo brasileiro, não se mostrou mais aberta financeiramente. Mas, do lado do comércio, podemos destacar a promoção das exportações como forma de fazer frente aos problemas do balanço de pagamentos. Em termos de desregulamentação financeira doméstica, nesta mesma década, percebemos uma série de imposições de tarifas e abolições de outras sobre o envio de capitais para exterior, como delinearemos a seguir em termos macroregulatórios mais específicos:

- Em 1984, ocorre a permissão do envio de moeda para o estrangeiro sem a aprovação do Banco Central;

- Já em 1987, temos o lançamento do fundo de ações do Brasil, assim como, a permissão de criação de fundos nacionais, sendo o fechamento do ano, marcado pela definição

de um quadro geral para a conversão de dívidas em títulos, que configura o processo de secutirização.

Em termos de liberalização externa, pouco se percebe na década de 1980. O tipo predominante de fluxo de capitais é via débito bancário, o qual vai aos poucos se modificando ao longo desta década, culminando com a reestruturação da dívida no final dos anos 1980, numa busca da saída da insolvência para voltar a ter acesso à liquidez internacional. Ainda em referência a liberalização financeira externa, especificamente as transações de entrada, foi relevante em 1987 a promulgação da resolução 1289 da CVM, a qual passou a limitar o investimento estrangeiro direto, mediante condições especiais, ao mesmo tempo em que o Banco Central passou a estabelecer linhas de crédito de curto prazo para os bancos comerciais, em moeda estrangeira, sendo estabelecidas regulamentações que governavam as instituições, operações e gestão de empresas de investimento de capital estrangeiro, fundos, como também *portfólio*, ações e títulos.

O processo de securitização é paralisado no final do ano de 1988, devido a receios de que pudesse gerar inflação, comprometendo a estabilidade macroeconômica. Mas ao longo deste ano, veremos a introdução de novas regulamentações de conversão de dívida em títulos; também tivemos, a privatização da Aracruz[20], fato que inicia o processo de fomento da iniciativa privada e saída do governo da área produtiva.

Em termos de transações de saída de capital, dentro da liberalização financeira, o estabelecimento da obrigatoriedade de que pagamentos de principal ou juros de dívidas externas fossem comunicados ao Banco Central dentro de dias do ocorrido, controlando o processo de concessão de crédito de não-residentes nos mercados nacionais; seguida por outras regulamentações, tais como: a participação de capital estrangeiro em fundos múltiplos, introduzidas neste ano, assim como, a introdução de tarifas especiais para o ganho de capital de fundos múltiplos de propriedade de não-residentes.

Seguido pelo último fato marcante do ano de 1988, relativo a liberdade dos residentes para adquirirem ativos financeiros fora do país, foi a permissão de investimento nacional no estrangeiro a taxas de câmbio oficiais desde que em montantes iguais ao investimento estrangeiro direto recebido, com exceção para as conversões de dívidas em títulos.

---

[20] Aracruz, empresa de papel e celulose, foi privatizada pelo valor de $130 milhões de dólares.

Em 1989, temos a implementação do Plano *Brady*, com pacotes de ajustes que permitiram o alívio das dívidas com reformas orientadas para o mercado, medidas que irão re-introduzir os países emergentes no círculo mundial de liquidez, do qual ficaram afastados durante os anos de pesada dívida externa (toda a década de 1980). Neste mesmo ano, conforme citado por Bekaert & Harvey (1999), temos a liberalização completa das taxas de depósito, sendo este ano considerado a data oficial da liberalização financeira brasileira.

Os anos 90 iniciam-se com a introdução do Plano Collor, o qual implanta uma nova moeda e impõe pesadas taxas sobre as transações no mercado de ações, estabelecendo uma gradual liberalização da re-patriação de capitais. Além disso, ainda em 1990, algumas instituições financeiras recebem permissão para obter recursos no exterior via emissão de papéis comercias, liberalização financeira externa, com maior acesso de residentes a empréstimos ou recursos nos mercados externos (Hamberger, 2005).

O ano seguinte (1991), ano considerado por Bekaert & Harvey (1999) da liberalização, se apresenta com muitas modificações, marcadamente a desvalorização da moeda, o cruzeiro, e novos critérios que imprimem um ritmo mais acelerado na liberalização financeira. É eliminado o sistema similar ao NYSE, para o mercado de ações; é definido o critério de absorção de perdas de empresas de capital estrangeiro, bem como o da conversão de dívidas em papéis para o setor privado, com maturidades a partir de 1991; ocorre ainda, a autorização da conversão de instrumentos de dívida externa do setor público, como *bonds* e depósitos em moeda estrangeira para uso no Programa de Privatização Nacional, delineando um grau de conversibilidade entre moedas.

Ainda em 1991, a securitização fica definida mais claramente tanto para o setor privado quanto para o público, decorrente da mudança da lei de investimento direto estrangeiro em maio de 1991, com a resolução 1832, anexo IV, que estipula que as instituições estrangeiras poderiam então deter até 49% das ações votantes e 100% das não votantes, somadas as regras aprovadas nesta mesma época, as quais isentavam de tarifas os ganhos de capital e impunham uma taxa de 15% de impostos sobre os dividendos e ganhos distribuídos, e aliados à diminuição do período de permanência no país do capital estrangeiro de investimento, de 12 anos nas leis anteriores para 6 anos na nova lei, temos fatores corroboradores da elevação do fluxo de entrada de capital. Com estas alterações os

investidores externos passaram a ter maior liberdade de propriedade, bem como ficaram sujeitos a menores taxas sobre seu investimento, num movimento de liberalização doméstica.

Outro fator de destaque em 1991 foi o início dos planos de privatização, que ocorrem com sucesso, como as privatizações da Usiminas (aço), da Celma (Reparo de turbinas de Aeronaves), Mafersa (equipamento de estrada de ferro) e Cosinor (aço)[21]. Outro fator de grande destaque foi à redução das barreiras para entrada no setor bancário, que possibilitou a maior liberdade para entrada de capital de não-residentes favorecendo (elevando) a conta investimento direto estrangeiro no Brasil.

Já o investimento nacional no exterior não sofreu grandes alterações, devido provavelmente à desvalorização da moeda[22], o cruzeiro, ocorrida em janeiro de 1991, entre outros fatores, e a despeito de novas regras implementadas em 1991 para facilitar a tomada de empréstimos de fontes externas, com a adoção dos mecanismos de ADR/IDR[23], assim como empréstimos no exterior para o financiamento da agricultura (Hamberger, 2005).

No ano de 1992 a liberalização doméstica continua com maior força. As privatizações prosseguem, mas com restrições de envio de dividendo por 12 anos e propriedade durante um mínimo de 2 anos, tendo os registros mostrado baixa participação de estrangeiros, até que tais restrições fossem abolidas em janeiro deste mesmo ano, com a liberalização da participação de estrangeiros nas privatizações, expressa na redução para 6 anos do período de restrição do envio de dividendos, e eliminação por completo do período mínimo de propriedade. Ocorre ainda, a alteração da lei do Capital Estrangeiro, que impõe um limite de 25% de taxas para o envio de lucros ou dividendos para o exterior. A partir de julho, os investidores estrangeiros passaram a poder operar nos mercados de opções e futuros, relacionados a títulos, troca e taxas de juros. Alterações estas que aumentam o fluxo de capitais para o país.

Em relação à liberalização financeira externa, a partir de outubro de 1992, houve a permissão para empresas estrangeiras emitirem títulos que possam se converter em ações pelas

---

[21] Podemos somar também a eliminação do imposto de renda relativo ao envio de lucros ao exterior, ocorrida em dezembro de 1991 e, efetivada a partir de janeiro de 2002, como fatores que estimularam o fluxo para dentro do capital estrangeiro.

[22] Desvalorização de 16% (dezesséis por cento).

[23] ADR (*American Depositary Receipt)* são papéis emitidos e negociados nos Estados Unidos, com lastro em ações deste país, lançados por empresas brasileiras; é regulamentado como DR, nos termos da regulamentação do Anexo V da Resolução nº 1.289, de 20 de março de 1987, com redação aprovada pela Resolução nº 1.927, de 18 de maio de 1992.

empresas e instituições instaladas no Brasil, sem necessidade de se sujeitarem à prévia autorização.

Com relação à liberalização interna foi permitido o lançamento de ADRs no exterior desde que garantidas por títulos mantidos em custódia específica no Brasil. Além disso, houve a autorização para residentes privados brasileiros não-financeiros investirem no exterior até um milhão de dólares sem autorização prévia. Porém, o movimento para fora dos investimentos diretos ou de portfólio continuam limitados.

O ano de 1993 inicia com a continuidade do processo de privatização. Em julho deste ano há alterações acerca da liberalização financeira externa com relação à extensão para 36 meses do mínimo período de empréstimos obtidos nos mercado externos, e de 60 para 90 meses para isenção de imposto de renda sobre os juros. Além disso, em agosto as instituições financeiras passaram a ter autorização para negociar ouro entre elas (inter-bancário), além da permissão de também fazê-lo com clientes domésticos de instituições financeiras estrangeiras. Em setembro, a taxa sobre transações financeiras de 0,25%, foi declarada inconstitucional e o Presidente Itamar Franco ordenou uma nova taxa que variava de 0,75% a 3,2%, sendo isenta a partir do momento que o capital permanece mais que 15 dias no país. Mas em novembro, temos novidades com as tarifações de 3% de IOF para as captações estrangeiras, sob a forma de empréstimos, convertidas em moeda doméstica. Mas, em termos de liberalização financeira externa, referente ao controle das entradas de capital de não residentes, temos em novembro a proibição do investimento em debêntures do capital estrangeiro (Hamberger, 2005).

O ano de 1994 foi marcado por uma séria de regulamentações, resoluções monetárias nacionais, alterando a estrutura e dinâmica do sistema financeira doméstico, principalmente no que tange a gestão e conduta de entrada de capitais de não-residentes. Em janeiro, temos a resolução monetária nacional n° 2042, que autoriza certas instituições a procederem operações de *swap* envolvendo ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índices de preços no mercado *over-the-counter*. Fator de elevada importância, dado que os derivativos, ou produtos derivados, onde os *swaps* constituem um de seus instrumentos eficientes de proteção contra o risco de câmbio, forma tradicional de proteção dos especuladores, são um exemplo de fator que contribui fortemente para a liberalização financeira externa, na medida em que se configura como forma de cobertura contra os riscos financeiros. No entanto, Plihon (1995: 66)

nos apresenta o paradoxo levantado pelos derivativos que *"... decorre do fato de que estes instrumentos (que) têm por objeto a cobertura contra os riscos financeiros e, no entanto, tornou-se uma das causas da instabilidade das cotações contra a qual eles supostamente defendem os agentes econômicos"*.

Em 1994 há claramente um grande movimento de capital especulativo. Para termos uma idéia do volume de entrada de capital especulativo no Brasil, neste período, podemos compará-lo com o volume dos dados da América Latina fornecidos pelo BIS (Bank of International Settlements)[24]: em 1991, a América Latina recebeu US$ 22 bilhões de investimentos em portfólio, dos quais US$ 3,8 bilhões vieram para o Brasil; já em 1992, a América Latina recebeu US$ 39,7 bilhões dos quais US$ 7,3 bilhões tiveram o Brasil como destino; no ano seguinte, 1993, a América Latina teve uma entrada de investimentos de portfólio da ordem de US$ 67,9 bilhões, dos quais quase US$ 13 bilhões corresponderam a entradas no mercado financeiro brasileiro. Ou seja, enquanto que o volume de portfólio dirigido à América Latina cresceu 208% de 1991 a 1993, o capital com destino ao Brasil, teve ascensão superior à da sua região atingindo o patamar de crescimento de 242%, neste mesmo período.

Todas estas alterações na regulamentação e legislação apresentadas ao longo da década de 1990 levaram à liberalização financeira externa, que elevou os investimentos em portfólio, que cresceram fortemente principalmente ao longo desta década. Transações estas, de acordo com Plihon (1995), de caráter especulativo, que tomam a forma de compra e venda de títulos nos mercados financeiros.

Estas transações com títulos são registradas na Rubrica Conta Financeira do Balanço de Pagamento na subconta investimento em portfólio ou carteira. Por isso este contexto se faz necessário para analisarmos a direção do fluxo de capitais, sendo estes, no momento atual, especulativos, voláteis e de curto prazo aplicados em portfólio, há a necessidade dos investidores buscarem as agências de rating para tomar a decisão de investimento.

Assim, o processo de atração de capitais não envolveu apenas o movimento de abertura comercial e financeira, mas sim uma política de atração mais explícita, que se relaciona ao ajuste dos juros internos aos níveis de rentabilidade requeridos pelos capitais (domésticos e

[24] Dados retirados do texto de Plihon (1995: 64).

internacionais) para aplicar em papéis que não tenham moeda forte. Isto porque, em mercados abertos, os capitais podem fluir livremente e se dirigirão para ativos menos seguros, apenas se estes apresentarem uma rentabilidade extra (Corrêa e Terra, 2005).

Nesse sentido, em condições de forte abertura financeira o risco-país passa a ter um papel essencial na determinação do nível da taxa de juros interna. Isto porque, não apenas os capitais internacionais têm mobilidade, mas também os capitais nacionais podem se deslocar sem barreiras. Para manter os capitais (nacionais ou estrangeiros) e atrair novos, é necessário oferecer papéis que gerem a rentabilidade mínima requerida, medida pelo risco-país, que já comentamos em capítulo anterior.

Se o título tiver uma remuneração em moeda local, é preciso agregar ainda o movimento esperado do câmbio e mais um prêmio de risco cambial[25]. A somatória destas duas variáveis forma o chamado *Forward Premium,* sendo este observável no mercado futuro (Pastore e Pinotti, 2000; Garcia & Olivares, 2000).

A taxa de juros interna deve então ser aquela que siga a seguinte referência:

$$i = i^* + \textit{forward premium} + \text{risco país}$$

Sendo i a taxa de juros doméstica; i* a taxa de juros no mercado internacional e o *forward premium*; este se referindo à expectativa de desvalorização do câmbio (Garcia & Didier, 2001).

A partir daí, na situação de câmbio controlado, como o vigente no Brasil entre 1994 e 1999, são as taxas de juros que se movem para garantir os movimentos do cupom cambial. Os juros ofertados pelo país, como forma de atrair capital, mantê-lo internamente à economia e evitar saídas especulativas, devem ser aqueles que permitam oferecer uma rentabilidade capaz de cobrir o Risco-Brasil e o *Forward Premium*, sendo que estes patamares podem estar ligados a fatores eminentemente expectacionais.

Nesta situação, as taxas de juros só podem declinar nos seguintes casos (Corrêa e Almeida Filho, 2002): i) se declinar o Risco-Brasil, o que depende em parte das expectativas dos mercados financeiros internacionais; ii) caso se reduzam às projeções das desvalorizações

[25] O risco de câmbio é medido pelas projeções das desvalorizações cambiais no mercado futuro de câmbio ou pelas taxas dos *swaps* entre juros domésticos e câmbio. Esta questão retornará mais à frente.

no mercado futuro de câmbio e o prêmio de risco. Ocorre, no entanto, que em períodos de maior incerteza o prêmio de risco sobe, pressionando ainda mais as taxas domésticas de juros. É por esta articulação então, que as taxas de juros nominais e reais tendem a ser mais altas nos regimes de câmbio controlado, como o adotado no Brasil até 1999.

Neste caso, destaca Corrêa (1994: 08), as Autoridades Monetárias agem no sentido de controlar o câmbio, ajustando os juros aos requerimentos dos detentores de capital (internacionais e domésticos). A dependência de capital externo, em condições de abertura financeira + desregulamentação + câmbio controlado impõe então o mecanismo de determinação dos juros internos acima citado.

Nos períodos de crise, como as que ocorreram na década de 1990, dado o aumento do risco-país e dada a expectativa de desvalorização que se processa após uma fuga de capitais, o cupom cambial que os capitais exigem para permanecer no país aumenta. Se a dependência de recursos externos é muito forte, a política de câmbio e juros fica então na estreita dependência dessas demandas. Em momentos de crises internacionais, generalizam-se as expectativas negativas e os movimentos de busca de arbitragem, gerando um impacto rápido e de grande magnitude sobre as reservas (Corrêa e Terra, 1995).

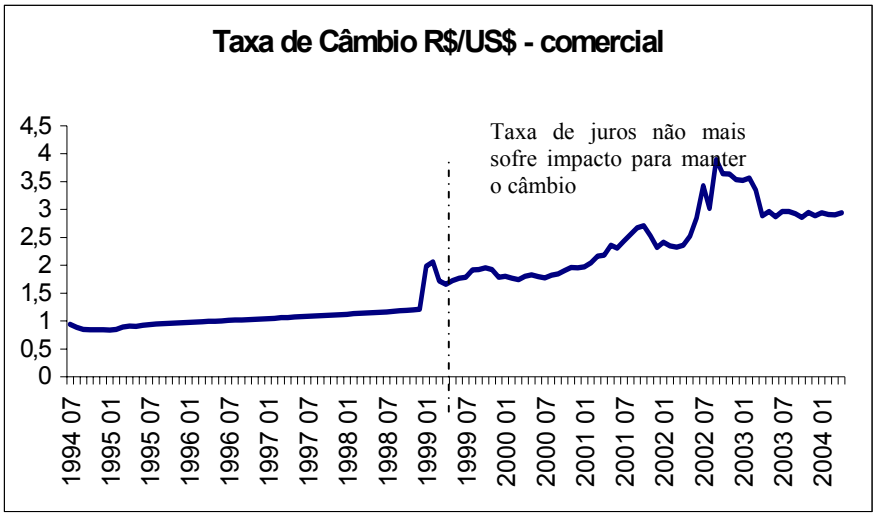
Então podemos concluir que, quando se adota o regime de câmbio controlado, o ajuste do movimento do Risco-País e do Risco de Câmbio se faz sentir todo sobre os juros, tendo sido esta a política adotada pelo Brasil até 1999. Ademais, o Banco Central para manter o câmbio entre as bandas cambiais estipuladas pelo Governo durante as crises da década de 1990 utilizou suas reservas para interferir no mercado de câmbio comparando dólares para manter a taxa de câmbio.

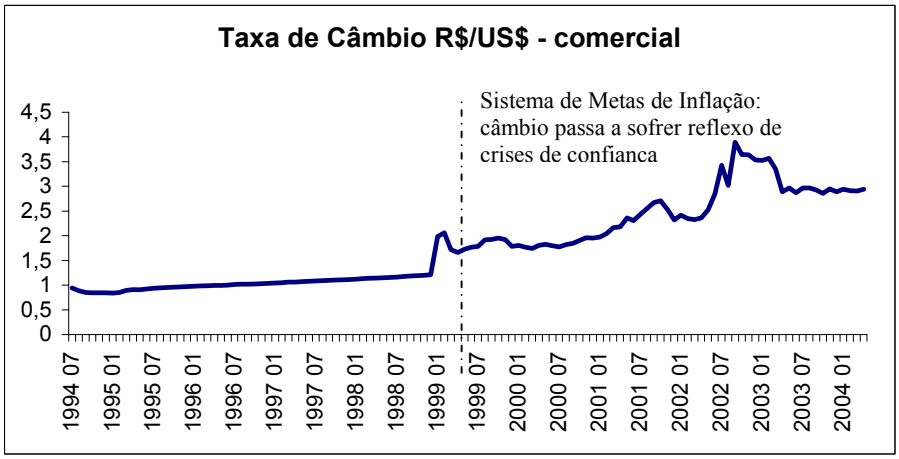
Por outro lado, esta dinâmica de ajuste muda, quando se adota o regime de câmbio flutuante com metas inflacionárias.

Nesta outra fase vai ser o câmbio que se ajusta aos choques externos e os juros são utilizados para estabilizar os efeitos sobre os preços causados pela depreciação do câmbio que se ajusta a livre entrada e saída de capitais.

Vejamos os gráficos abaixo que ilustram o movimento dos juros e câmbio.

**Gráfico 17 e 18**




Fonte: Banco Central do Brasil

Corrêa e Terra (1995) destacam ainda que para entender a dinâmica dos fluxos de capitais, e sua interrelação com os juros domésticos, é preciso destacar que nos mercados financeiros internacionais, fortemente dominados por fluxos de recursos via mercado de capitais, por fluxos de depósitos e por capitais bancários de curto prazo, a atração destes capitais tem a ver com os já referidos requerimentos de rentabilidade exigidos por eles, que variam a depender da visualização que se tem sobre o país em análise ou da estratégia global de aplicação que os aplicadores têm a cada momento.

Na verdade, o que se observa é que os fluxos são determinados, principalmente pelo ciclo econômico dos países centrais e por suas políticas monetárias, sendo que a principal política a influenciar é a dos Estados Unidos; emissor da moeda-chave do Sistema Financeiro Internacional.

Assim, as decisões de aplicação e resgate dos investidores estão vinculadas a dois tipos de questões:

(i) a questões exógenas aos países receptores dos recursos;

(ii) à lógica especulativa.

Nos momentos de expansão do ciclo financeiro, em que há grande oferta de liquidez, ocorre um movimento de redução da aversão ao risco e parte dos detentores de riqueza incorporam ativos mais arriscados em suas carteiras, como os dos mercados emergentes. Isto ocorre, desde que os papéis apresentados ofereçam um potencial de rentabilidade maior do que os que são oferecidos pelos papéis de menor risco.

Por outro lado, nos momentos de reversão do ciclo, de mudanças na política monetária no centro, ou de variação de expectativas frente a um determinado país, pode ocorrer uma súbita onda de vendas em massa, que sempre se inicia pelos ativos mais arriscados, especialmente os dos países periféricos classificados como "*sub investment grade*" pelas Agências Classificadoras de Risco Soberano.

Nesta fase do trabalho passamos então a analisar o ocorrido no Brasil entre 1994 e 1998.

## 4.2- O PERFIL DO INGRESSO DE CAPITAIS, RISCO-PAÍS E ARTICULAÇÃO COM O NÍVEL INTERNO DE JUROS, NO PERÍODO DE 1994 – 1998.

A análise do movimento de atração visto acima é de grande importância, porque a partir da década de 1990, uma das principais modalidades de captação de recursos nos mercados internacionais, passou a ser aquela vinculada ao mercado de títulos de dívida direta. Esta primazia do mercado de títulos sobre o de crédito bancário está associada ao processo de securitização, que se consolidou após a crise dos mercados financeiros internacionais na década de 1980 (Visto no Capítulo I). No caso dos países da América Latina, esta modalidade de endividamento foi a que passou a ter importância crescente após o movimento de abertura financeira (Corrêa e Terra, 2005).

A fase que analisamos neste item é aquela vinculada ao câmbio controlado. A fase está marcada pela implantação do Plano Real, que visava uma política de controle da inflação, articulada a ampla abertura comercial e financeira.

Mesmo antes da implantação do Plano, as condições favoráveis do mercado financeiro internacional, aliadas às altas taxas de juros domésticas e ao processo de abertura provocaram um influxo intenso de capital, o que ajudou na apreciação da moeda nacional. Conforme podemos observar pela **Tabela 9**, logo após o processo de abertura, há um forte ingresso de capitais pela Conta Financeira, especialmente pela Conta Investimento em Carteira, gerando-se um resultado positivo no Balanço de Pagamentos, com consideráveis sobras de reserva. Conforme já observado, este resultado esteve articulado ao movimento de liquidez internacional conjugado à política de atração via juros altos.

Observe-se que isto ocorreu antes do processo de controle da inflação. Já nesta fase há sobras de reservas, que foram esterilizadas via lançamento de títulos públicos. Quando o Plano Real é implantado, a taxa de câmbio valorizada se mostrou uma importante ferramenta do Governo para o controle da inflação, visto que esta situação garantiu a entrada de importações a preços mais baixos, que ajudaram no controle da inflação.

Este fato permitiu uma postergação do controle sobre a taxa de câmbio, dado que o próprio movimento do mercado foi responsável pela sobrevalorização cambial. O controle sobre o câmbio se efetivou a partir da manutenção da taxa sobrevalorizada, o que ajudou no processo de estabilização econômica. Seguimos, no entanto, a interpretação de que a engrenagem macroeconômica montada gera uma armadilha para os juros e para o câmbio, por conta da volatilidade e perfil dos capitais ingressantes. Para analisar esta questão iniciemos analisando a lógica do Balanço de Pagamentos para o período como um todo. Observamos um

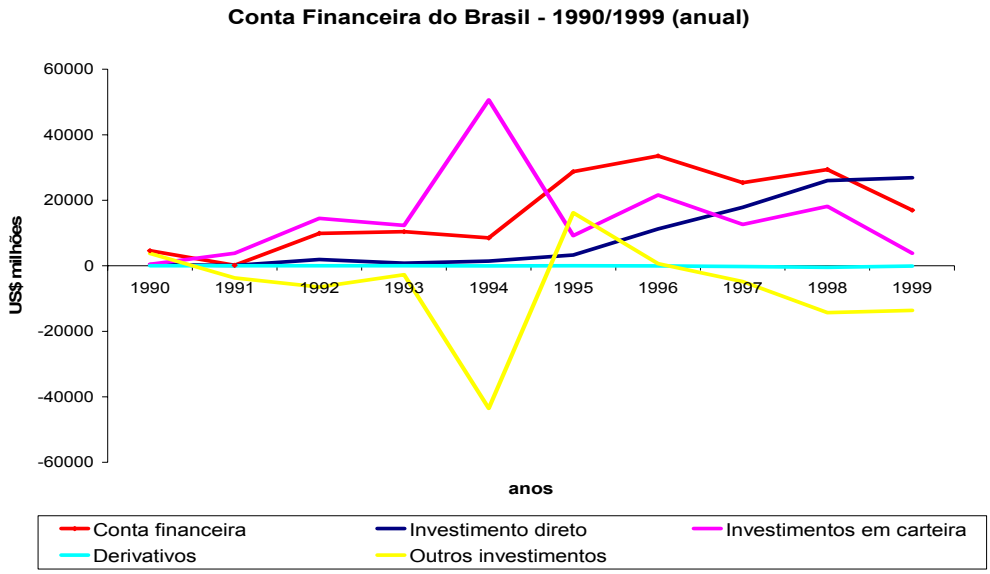
forte ingresso de capitais entre 1993 e 1994, sendo que, paralelamente, gerava-se problemas para a exportação, estabelecendo-se um crescente déficit na Balança Comercial, repercutindo em déficits em Transações Correntes (**Tabela 9**).

**Tabela 9**
**Balanço de Pagamentos do Brasil – anual: 1993 a 1999 (US$ milhões)**

| Discriminação | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | |
| **TRANSAÇÕES CORRENTES** | **-676** | **-1811** | **-18.384** | **-23.502** | **-30.452** | **-33.416** | **-25.335** |
| Balança comercial (fob) | 13.299 | 10.466 | -3.466 | -5.599 | -6.753 | -6.575 | -1.199 |
| Serviços e rendas (líquido) | -15.577 | -14.692 | -18.541 | -20.350 | -25.522 | -28.299 | -25.825 |
| Transferências unilaterais | 1.602 | 2.414 | 3.622 | 2.446 | 1.823 | 1.458 | 1.689 |
| **CONTA CAPITAL E FINANCEIRA** | **10.495** | **8.692** | **29.095** | **33.968** | **25.800** | **29.702** | **17.319** |
| **ERROS E OMISSÕES** | **-1.111** | **334** | **2.207** | **-1.800** | **-3.255** | **-4.256** | **194** |
| **RESULTADO DO BALANÇO** | **8.709** | **7.215** | **12.919** | **8.666** | **-7.907** | **-7.970** | **-7.822** |

Fonte: BACEN

**Gráfico 19**




Fonte: BACEN

A geração de recursos para cobrir os déficits em Transações Correntes foi feita pela Conta Capital e Financeira, sendo que esta perspectiva não foi vista como um problema. O saldo negativo das Transações Correntes também teve grande influência da Conta Serviços, por causa das remessas de juros, ou seja, a entrada de capitais, favorecida pela liberalização

financeira no início da década de 1990, provocou um aumento do passivo externo (dívida e estoque de capital) o que, em um segundo momento, impacta na Conta de Serviços (pagamento dos juros e remessas de lucros e dividendos) e, conseqüentemente, aumenta os déficits em Transações Correntes.

O ingresso de capitais, por sua vez, depende das condições de liquidez internacional e de que os juros internos respondam aos requerimentos do capital também do marco regulatório (abertura), expressos pelo risco-país. De fato, se analisamos o movimento dos dados agregados da Conta financeira para o período que ora estamos analisando (**Gráfico 19**), observamos que os ingressos sofrem inflexões nos momentos das crises do México, da Ásia e da Rússia. Até a crise da Ásia, não se observa uma reversão efetiva da liquidez. Esta ocorre após a crise da Rússia.

O que queremos destacar é que este ingresso de recursos esteve inexoravelmente ligado a capitais voláteis e ao movimento explícito de atração utilizado pelas Autoridades Monetárias. Vejamos esta questão.

Além das conseqüências perversas sobre a Balança Comercial, uma das questões essenciais a destacar refere-se ao fato de que o movimento de abertura muda a composição da Conta Capital e Financeira, sendo que os capitais de curto prazo passam a ter um peso considerável nos fluxos. Podemos observar isto quando abrimos, tanto a Conta Investimentos em Carteira, quanto a Conta Outros Investimentos. No caso da primeira, observamos que os Investimentos Estrangeiros em Carteira são os que efetivamente definem o movimento desta Conta e dentre estes se destacam as aplicações em títulos de renda fixa de longo prazo e curto prazo. Os Investimentos em Carteira são os principais atores no processo de atração de capitais até 1997, e estes são primordialmente explicados por Investimentos Estrangeiros em Carteira, especialmente os negociados no exterior. Estes apresentam redução de grande importância na crise da Ásia, na crise da Rússia e na mudança do regime cambial brasileiro em 1999, indicando que nos momentos de crise internacional há um efeito contágio e gera-se uma fuga dos papéis brasileiros negociados no exterior, causando queda nos preços dos mesmos e um conseqüente aumento no risco-país.

**Tabela 10**
**Conta Financeira do Brasil – 1993 a 1999**

| Discriminação | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **CONTA FINANCEIRA** | **10.412** | **8.518** | **28.744** | **33.514** | **25.408** | **29.381** | **16.981** |
| **Investimento Direto** | **799** | **1.460** | **3.309** | **11.261** | **17.877** | **26.002** | **26.888** |
| - Investimento brasileiro direto | -492 | -690 | -1.096 | 469 | -1.116 | -2.854 | -1.690 |
| - Investimento estrangeiro direto | 1.291 | 2.150 | 4.405 | 10.792 | 18.993 | 28.856 | 28.578 |
| **Investimento em Carteira** | **12.325** | **50.642** | **9.217** | **21.619** | **12.616** | **18.125** | **3.802** |
| - Investimento brasileiro em carteira | -605 | -3.405 | -1.155 | -403 | 1.708 | -457 | 259 |
| Ações de companhias estrangeiras | -602 | -347 | -244 | -270 | -361 | 20 | -864 |
| Títulos de renda fixa LP e CP | -3 | -3.058 | -912 | -132 | 2.069 | -477 | 1.123 |
| - Investimento estrangeiro em carteira | 12.929 | 54.047 | 10.372 | 22.022 | 10.908 | 18.582 | 3.542 |
| Ações de companhias brasileiras | 6.651 | 7.280 | 3.243 | 6145 | 6.871 | 995 | 2.572 |
| Títulos de renda fixa LP e CP | 6.279 | 46.767 | 7.129 | 15.876 | 4.037 | 17.587 | 971 |
| **Derivativos (líquido)** | **5** | **-27** | **17** | **-38** | **-253** | **-460** | **-88** |
| **Outros Investimentos** | **-2.717** | **-43.557** | **16.200** | **673** | **-4.833** | **-14.285** | **-13.620** |
| - Outros investimentos brasileiros | -5.404 | -13.010 | -1.819 | -10.316 | -1.987 | -11.392 | -4.397 |
| Empréstimo e financiamento LP e CP | -435 | -1.545 | -1.822 | -1.224 | 348 | -5.181 | -1.278 |
| Moeda e depósitos | -811 | -4.923 | 6.432 | -6.480 | -829 | -3.234 | -2.301 |
| Outros ativos LP e CP | -4.158 | -6.541 | -6.429 | -2.613 | -1.506 | -2.978 | -817 |
| - Outros investimentos estrangeiros | 2.688 | -30.547 | 18.019 | 10.989 | -2.846 | -2.893 | -9.223 |
| Crédito comercial – fornecedores de LP e CP | 26 | 7.821 | 8.118 | 12.337 | 1.045 | 2.740 | -7.284 |
| Empréstimo e financiamento LP e CP | 3051 | -33.955 | 5.493 | 3.270 | 5.879 | 4.031 | 1.342 |
| Moeda e depósitos | -847 | 1.209 | 4.919 | -4.339 | -9.743 | -9.665 | -3.249 |
| Outros ativos LP e CP | 458 | -5623 | -511 | -279 | -27 | 1 | -32 |

Fonte: BACEN

Pela **Tabela 10** podemos perceber que até 1998 se apresentam grandes ingressos de capitais pela Conta Investimento em Carteira e que a partir de 1999 se apresenta uma queda abrupta de patamar: US$ 18.152 milhões em 1998 para US$ 3.802 milhões em 1999. Aliás, esta Conta rapidamente se retrai nos momentos das crises, por conta de que estes capitais podem refluir rapidamente, indicando seu perfil de curto prazo.

Para além da Conta de Investimentos em Carteira, que é continuamente mencionada para indicar os capitais de curto prazo, queremos destacar também que outra conta que reflui rapidamente é a de Outros Investimentos, cabendo levantar quais são as contas que principalmente definem este refluxo tendo elas também um perfil de curto prazo. Durante a crise do México há uma saída de capitais desta conta no altíssimo patamar de US$ -43.557 milhões, na crise da Ásia a saída foi de US$ -4.833 e na crise da Rússia foi de US$ -14.285. A **Tabela 10** nos mostra que tanto os Movimentos de Brasileiros quanto de Estrangeiros são

importantes para analisar estes fluxos. No caso de Outros Investimentos Brasileiros destacamos o movimento de Moeda e Depósitos e, no caso de Outros Investimentos Estrangeiros destacamos Moeda e Depósitos e Créditos Comerciais de fornecedores.

A análise destas contas nos permite destacar que estes capitais são altamente voláteis e rapidamente são influenciados pelos movimentos expectacionais dos capitais, medidos pelo risco-país. Em condições de abertura financeira, nos momentos de crise são afetados pelo efeito contágio e para que não haja fuga em massa, exigem a remuneração requerida definida pelo pagamento do já explicado cupom cambial. Isto, por sua vez, gera uma armadilha para os juros e forte vulnerabilidade (Corrêa e Almeida Filho, 2002).

Vejamos como se processou esta dinâmica no período de câmbio controlado que estamos analisando no momento.

Conforme já observamos anteriormente, o ajuste macroeconômico adotado pelo país no período de câmbio controlado exige que os juros se ajustem quando o Risco-Brasil sobe. Este ajuste ocorre para evitar uma fuga de capitais, sendo que a magnitude do aumento dos juros deve compensar também o crescimento do já citado *forward premium*.

No caso do risco-país, observa-se que este apresenta períodos de queda após a implantação do Plano Real, quebrados pelos momentos das crises com os países periféricos: México, Ásia, Rússia, em que se processa o já citado "efeito contágio".

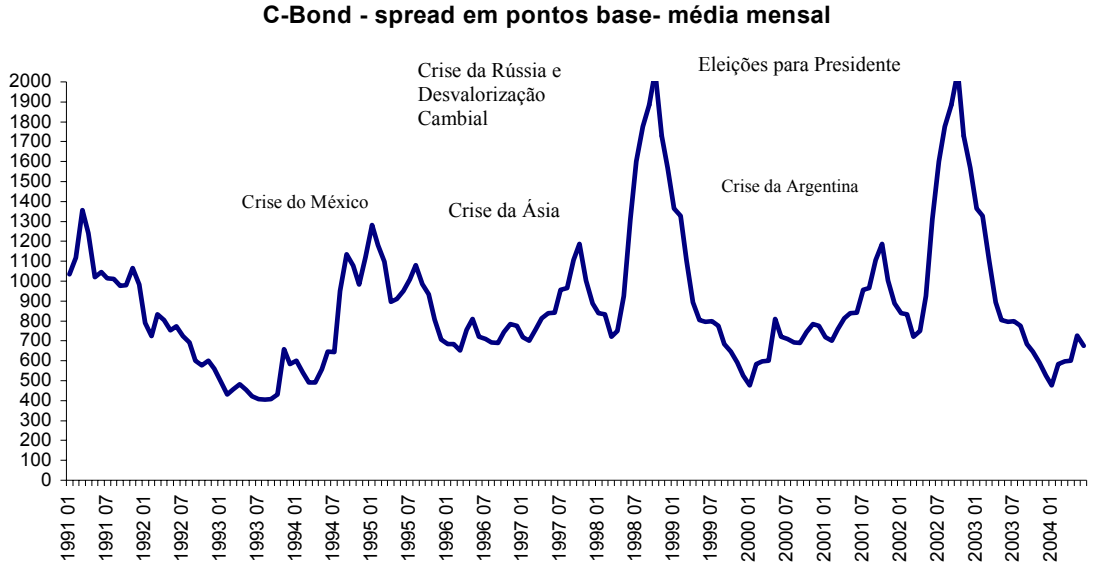
Primeiramente, este movimento pode ser percebido pela variação dos preços do C-Bond (**Gráfico 20**). Pode-se observar a rápida modificação do preço do título como conseqüência do contágio nas várias crises. Um ponto importante a ser observado é que o grau da variação do preço e, portanto, do efeito contágio tem forte relação com a liquidez do título em mercado. Conforme vimos no capítulo anterior, existe um mercado complexo de negociação dos títulos *Brady*, sendo que os C-Bonds são os títulos que apresentam maior facilidade de negociação, por conta de serem retidos essencialmente por bancos internacionais.

Dessa forma, como já vimos, num contexto de globalização, onde os investidores podem diversificar seus ativos e aplicá-los em todo o mundo, obtendo ganho na forma de arbitragem, os investidores adotam o princípio de livre circulação do capital. Ou seja, o capital poder entrar ou sair quando quiser. Nesse sentido, o risco-país acaba sendo um dos indicadores da expectativa da média dos agentes. Na medida em que os preços dos títulos que compõem o índice EMBI+ são afetados por elementos expectacionais, estes movimentos podem estar

ocorrendo de forma desvinculada da análise da efetiva capacidade dos devedores honrarem suas dívidas.

O C-Bond, no caso, é um dos títulos mais líquidos dos mercados emergentes. Quando os investidores internacionais querem ajustar sua carteira, reduzindo sua exposição ao risco, naturalmente alteram sua posição nos títulos que conseguem vender (e posteriormente repor) com mais facilidade – os C-Bonds. Ora, isto afeta o preço do título que tem o principal peso sobre o Índice EMBI+. Com isso, o índice EMBI+Brasil apresenta movimentos mais drásticos e tem-se a impressão que outros países mais frágeis, que obtêm um preço melhor para seus papéis em mercado, apresentam uma situação econômica mais robusta, o que não é verdade.

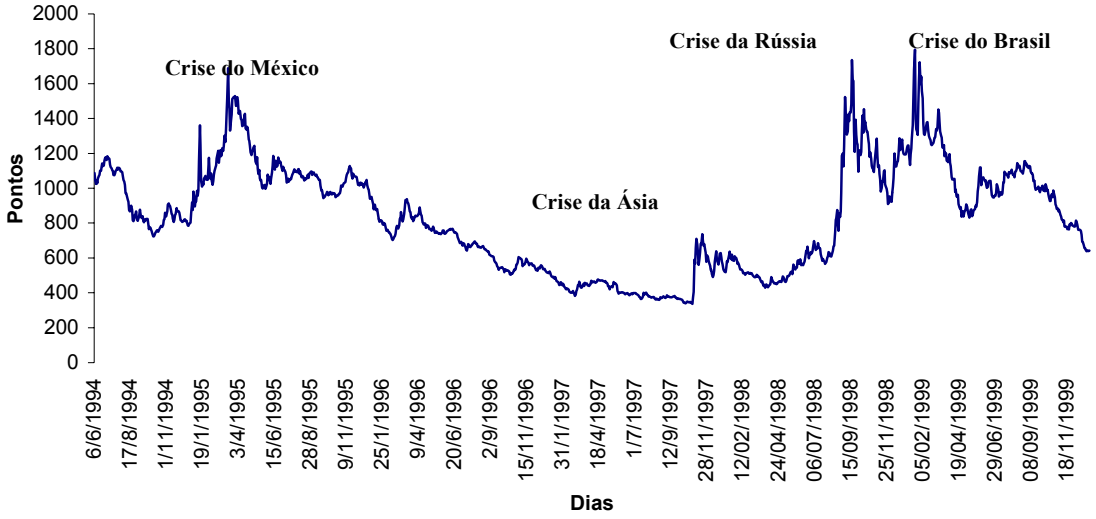
**Gráfico 20**




Fonte: BACEN

**Gráfico 21**

**EMBI+ diário 1994 a 1999**




Fonte: BACEN

**Quadro 14**
**EMBI+ Brasil (diferença de preços) em relação às Crises Cambiais**

| EMBI+Brasil | 1 mês | 3 meses | 6 meses | Vale | Data Vale | Meses depois da Crise |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Crise do México | -10,8% | -24,8% | -5,0% | -29,5% | 09/mar/95 | 2,7 |
| Crise da Ásia | 2,1% | 6,3% | 0,7% | -13,4% | 12/nov/97 | 4,4 |
| Crise da Rússia | -18,9% | -1,0% | -7,0% | -26,71% | 10/set/98 | 0,8 |
| | | | | | | |

Fonte: Bevilaqua, Garcia e De Paula (2000).
* Queda do EMBI+, considerando diferenças nos preços dos títulos, significam aumento do EMBI+ quando se utiliza a diferença de rentabilidade requerida e vice versa.

O impacto do efeito contágio sobre o índice EMBI+ em cada uma das crises pode ser percebido pelo **Quadro 15**. Conjuntamente a estas variações observou-se uma rápida retração dos recursos mais voláteis, influenciados por estes indicadores de curto prazo. Vejamos os refluxos em cada uma das crises.

Observando-se tanto a variação do *spreads* do C-Bond (**Gráfico 20**) como a do índice EMBI+Brasil (**Quadro 15**) durante as crises do México, Ásia e Rússia vemos claramente que os índices tiveram um grande aumento (ou seja, houve uma piora no índice), repercutindo em aumento do risco-país (o aumento dos *spreads* é diretamente correlacionado com o aumento do risco-Brasil).

Diante dos acontecimentos da crise mexicana no final de 1994 não houve modificação dos *ratings* soberanos brasileiros, e o pior impacto do efeito contágio sobre o índice EMBI+ ocorreu no mês de março. Se tomarmos a Conta Financeira do Brasil em seu valor acumulado de dezembro, observaremos que a crise não significou uma reversão tão intensa, sendo que se obtém um saldo total de US$ 28.744 milhões.

No caso da Conta de Investimento em Carteira houve uma grande queda de patamar: de US$ 50.642 milhões em 1994 para US$ 9.217 milhões em 1995. Esta queda de 81,80% já era em parte previsível, lembrando que mais de 83% do montante de investimento descrito no ano de 1994 fora possível graças à entrada por refinanciamento de bônus de longo prazo, o que gerou forte entrada de recursos em Investimentos em Carteira e saída correlata na Conta Outros Investimentos.

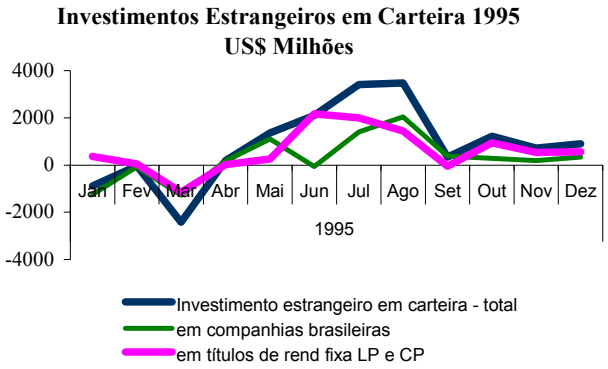
Neste sentido, o interessante a se observar é o movimento das contas mês a mês no ano de 1995. No caso de Investimentos em Carteira, a principal conta é a que agrega os Investimentos Estrangeiros em Carteira em títulos de renda fixa de longo prazo e curto prazo. Observamos que esta apresenta um movimento de retração nos primeiros meses do ano, que correspondem ao efeito contágio e ao movimento negativo do risco-país. A partir de Março os recursos retornam paulatinamente. No final do ano observa-se forte ingresso de recursos (**Gráfico 22**).

No caso da Conta Outros Investimentos, também se tomarmos os dados anuais, veremos que esta teve uma reversão positiva, passando de US$ -4.357 milhões em 1994 para US$ 16.200 milhões em 1995, fato este também explicado principalmente pela securitização das dívidas ocorrida no ano anterior. Também devemos analisar o movimento mensal. No caso da Conta Outros Investimentos, tantos os Investimentos Brasileiros quanto Estrangeiros têm importância correlata. No caso dos Investimentos Brasileiros, vemos que a Conta Moeda e Depósitos influencia fortemente o fluxo como um todo. Esta apresenta movimentos de queda no início do ano e apresenta um movimento mais continuamente ascendente a partir de junho.

Lembremo-nos que fazem parte desta conta a remessa de recursos via depósitos efetuados por bancos brasileiros. Para o consolidado do ano de 1995 observa-se um resultado positivo desta conta de US$ 6.432 milhões, o que mostra que também nesta conta o impacto da Crise do México não significou uma reversão mais profunda do movimento de liquidez. Por conta deste ingresso positivo o resultado final da conta Outros Investimentos Brasileiros é de US$ -1.819 milhões, o melhor resultado para o interregno 1995-1999.

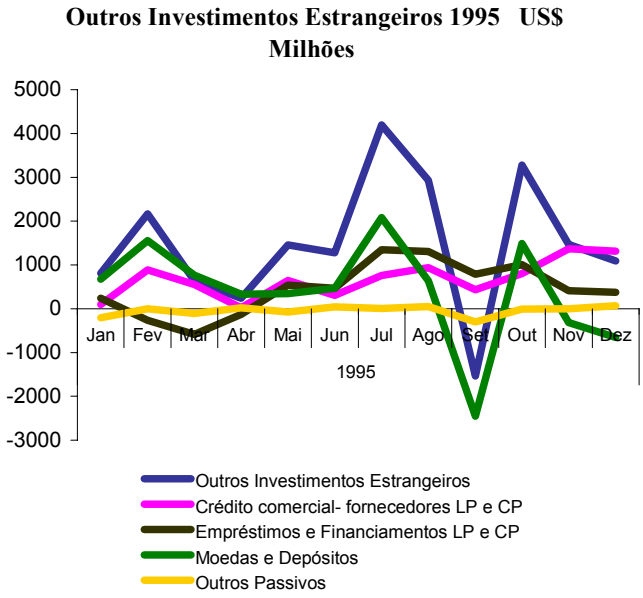
No caso de Outros Investimentos Estrangeiros e Brasileiros, de Fevereiro a Abril ocorre um movimento de queda de recursos em todas as subcontas, mas no agregado do ano apresenta-se um resultado positivo de US$ 18.019 milhões (**Gráficos 23 e 24**).

**Gráfico 22**



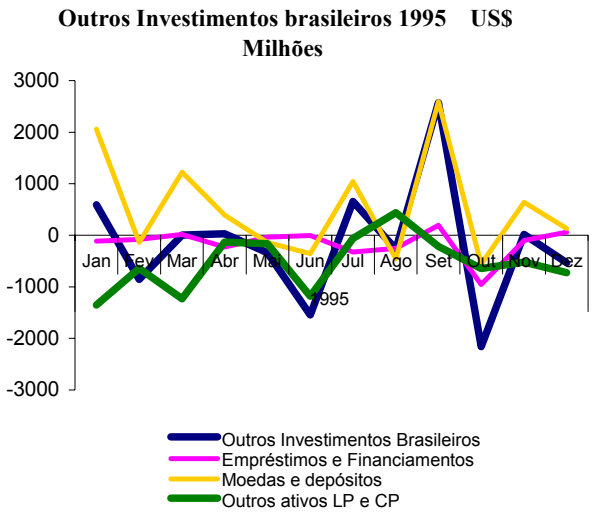

Fonte: BACEN

**Gráfico 23**




Fonte: BACEN

**Gráfico 24**




Fonte: BACEN

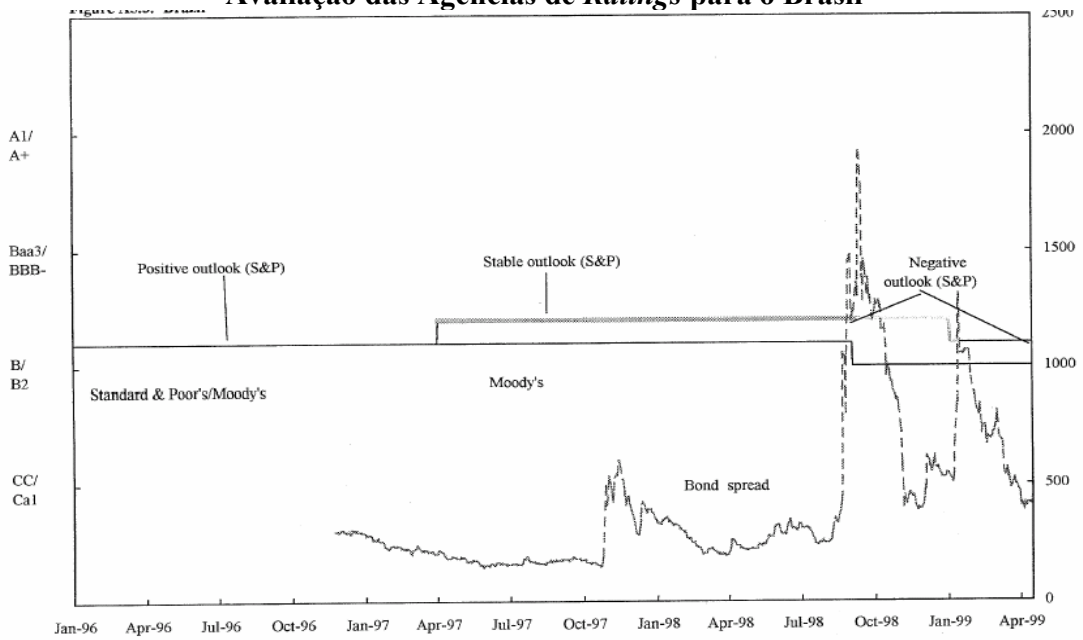
Então, no que se refere à Crise do México observamos que o efeito contágio teve seu primeiro movimento sobre o país. Como esta crise não afetou o movimento geral dos Investidores Internacionais, que permaneceram no ciclo de liquidez positivo, também o Brasil não sofreu uma reversão mais drástica de recursos. No entanto, observamos que a volta dos mesmos a partir de abril foi resultado de um movimento efetivo de atração via juros. Ou seja, o resultado positivo se deu graças ao fato de que o país pagou por todos os riscos especulativos indicados pelo mercado, de forma que o ganho dos aplicadores nesta fase foi enorme. A taxa básica da economia que já estava no altíssimo patamar de 57% passou a ser cotada a 85,47% em 1995 (Relatório GlobalInvest, 2003). Com isso, do lado do país, os juros impactaram diretamente sobre a Dívida Pública.

Com relação à crise da Ásia, também houve a variação do índice EMBI+Brasil. O **Quadro 14** nos mostra que o risco-país teve seu maior aumento em 12 de Novembro de 1997 (13,4%), data esta correspondente com a data vale. Este aumento do *spread* pode ser melhor visualizado no **Gráficos 20 e 25**, pois no mês correspondente à data vale é que a variação do *spread* do C-Bond medido em pontos-base teve seu maior aumento, chegando a 600 pontos-

base. Isto significa que os investidores, para voltarem a aplicar em títulos brasileiros em dólar exigiriam uma taxa de juros ainda mais alta. Mais do que isto, agregando-se a esta taxa o risco de câmbio e o prêmio de risco chegou-se a uma taxa anual mínima da ordem de 45,9%, que foi efetivada pelo Governo.

Durante a crise da Ásia, as expectativas das duas Agências de *Rating* (*Moody's e S&P's*) permaneceram estáveis, e não houve modificação das notas dos bônus soberanos brasileiros. Os aumentos dos *spreads* também não foram tão significativos, se comparados com o ocorrido com a Crise do México, e o *spread* aumentou efetivamente somente depois que a crise atingiu a Coréia.

**Gráfico 25**
**Avaliação das Agências de *Ratings* para o Brasil**




Fonte: Moody's e S&P's apud FMI(1999).

**Quadro 15**
**Avaliação das Agências de *Rating* para o caso do Brasil**

| AGÊNCIA | MÊS | NOTA |
|---|---|---|
| **S&P's** | | |
| | Janeiro 1996 a Abril de 1997 | - Positivo *Outlook* (BB: títulos soberanos são classificados como sub-investimentos) |
| | Julho de 1997 a Julho 1998 | - Indica *Outlook* estável (nota não se altera) |
| | Outubro de 1998 | *Outlook* negativo para os títulos soberanos (ainda continua a mesma nota) |

| | | |
|---|---|---|
| | Janeiro de 1999 | Rebaixa os títulos soberanos dos brasileiros para BB- |
| | | |
| **Moody´s** | | |
| | Janeiro 1996 a Abril de 1997 | *B1- Outlook* Positivo |
| | Julho de 1997 a Julho 1998 | B1- Indica *Outlook* estável |
| | Outubro de 1998 | Rebaixa os títulos soberanos brasileiros de B1 para B2 |
| | Janeiro de 1999 | Rebaixa os títulos soberanos para B+ |

Fonte: Elaborado pela autora

Vejamos a situação da Conta Financeira nesta crise. A crise da Ásia já teve um impacto um pouco maior na Conta Financeira do Brasil, quando comparada com a crise do México. O saldo total da Conta Financeira, que estava em um patamar de US$ 33.514 milhões em 1996 se reduziu para US$ 25.514 milhões em 1997.

Esta redução se deu, de um lado, por conta da grande queda de patamar da Conta Investimento em Carteira: de US$ 21.619 milhões em 1996 para US$ 12.616 milhões em 1997, sendo que a principal modalidade que favoreceu para esta diminuição foi a dos Investimentos Estrangeiros em títulos de renda fixa, que passaram de um patamar anual de US$ 15.876 em 1996 para US$ 4.037 milhões em 1997. Se tomarmos o **Gráfico 26**, observaremos que esta queda se dá a partir de julho, como efeito contágio do início da crise da Ásia (maio).

No que se refere à Conta Outros Investimentos no ano de 1997, esta começou a acumular saldos negativos: de US$ 673 milhões em 1996 para US$ -4.833 milhões em 1997. Quando vamos analisar os dados mensais, e abrindo as subcontas observamos que as quedas observadas se deveram a movimentos de investidores brasileiros e estrangeiros. No caso de Outros Investimentos Brasileiros, a redução é puxada por movimentos da Conta Moeda e Depósitos, indicando a ação especulativa dos bancos brasileiros nesta modalidade de fluxos de curto prazo, que gera rápida reversão de recursos **(Gráfico 27)**. No caso dos Estrangeiros, as principais contas que puxam o resultado negativo são: Créditos a Fornecedores, que também tem um viés de curto prazo de rápida reversão e, também Moeda e Depósitos **(Gráfico 28)**. Este último fluxo é dominado pela conta CC5, que é altamente volátil, sendo que a conta em questão gera um movimento abrupto de saída, de US$ -4.339 milhões em 1996 para US$ -9.743 milhões em 1997.

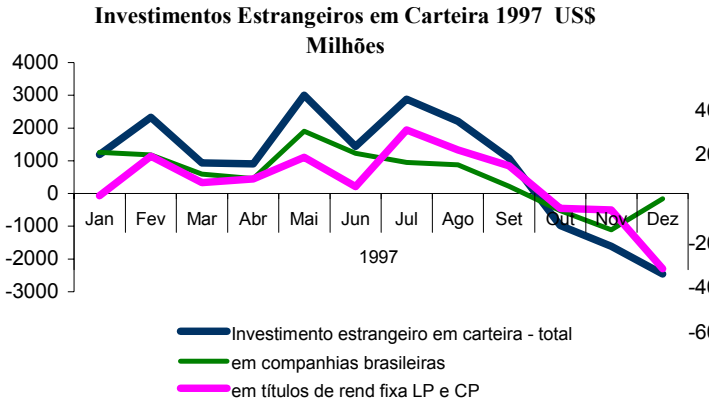
No caso dos Créditos Comerciais, estes passam de um ingresso positivo de US$ 12.337 milhões em 1996 para US$ 1.045 milhões em 1997. Estes dados nos mostram que não só os fluxos de Investimento em Carteira apresentam grande volatilidade e rápida resposta a mudanças de expectativas de mercado. Também a Conta Outros Investimentos tem este perfil, sendo que esta gera fluxos de saídas negativas mais fortemente depois da crise da Ásia.

Por outro lado, a conta Investimento Direto continuou positiva devido ao período de privatização que estava em processo. Aqui devemos relacionar a participação de U$ 1,2 bilhão, referentes à privatização da Vale do Rio Doce, e de U$ 930 milhões proveniente da aquisição do Banco Bamerindus pelo Grupo HSBC (Boletim do Banco Central, 1997).

Mas, logo depois de 4 meses da eclosão da crise da Ásia, a crise vai sendo revertida, por conta, mais uma vez, da ação do Governo no sentido de fornecer toda a indicação de risco gerada pelos indicadores de risco país e mercado futuro de câmbio. Ainda assim, a eclosão da crise muda um perfil importante do Balanço de pagamentos: passa a ocorrer um resultado negativo e mesmo depois que ocorre a volta dos recursos, aumenta relativamente o peso daqueles que têm perfil de curto prazo.

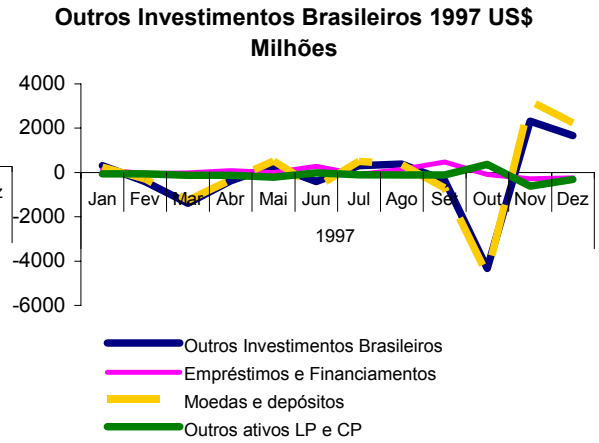
Por conta destes movimentos observamos que, no ano de 1997, a quantidade de recursos não foi suficiente para cobrir o saldo negativo das Transações Correntes (US$ -30.452 milhões), repercutindo em uma forte reversão do saldo do Balanço de Pagamentos brasileiro, atingindo o patamar negativo de US$ -7.907 milhões.

## Gráfico 26



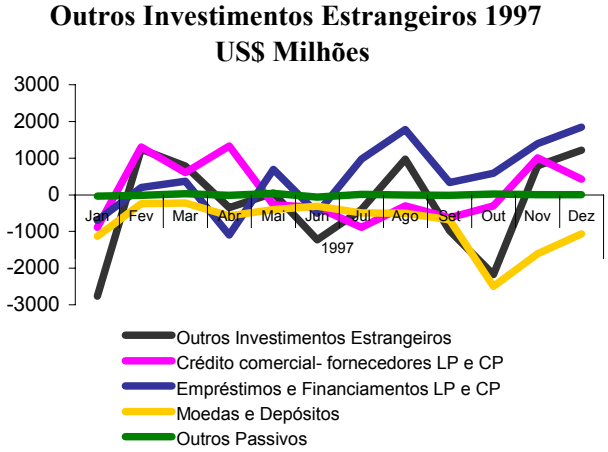

Fonte: BACEN

## Gráfico 27




Fonte: BACEN

## Gráfico 28




Fonte: BACEN

Conforme observamos, após o advento da crise da Ásia, os juros se ajustam ao Cupom Cambial requerido, e adotam-se medidas de atração dos capitais, como o caso da permissão para que os ingressos via "Operações 63 caipira" pudessem ser todos dirigidos a títulos públicos. A partir daí, consegue-se reverter à fuga de capitais no início do ano de 1998, só que o perfil do ingresso passa a ser ainda mais dominado por capitais voláteis.

Com a eclosão da crise da Rússia, em agosto de 1998, a situação brasileira se agrava consideravelmente. O que se observa é que as crises que eclodirão a partir daí já atingirão o país com problemas graves em suas contas externas. Em termos dos fluxos internacionais, inicia-se uma fase de retração da liquidez internacional, o que fez com que o impacto da reversão na Conta Financeira fosse de uma magnitude muito maior que nas crises anteriores.

O Índice EMBI+Brasil (**Quadro 14**), com a crise da Rússia, teve uma grande variação um mês após a eclosão da crise (-26,71% - data vale). Nesta data o *spread* do C-Bond medido em pontos-base atingiu a máxima de 1500 pontos, um índice nunca visto antes. Este episódio fez com que a *Moody's* rebaixasse os bônus soberanos brasileiros de B1 para B2. Enquanto que a *S&P's* apenas indicaram um *Outlook* negativo. (**Gráfico 25**). Este rebaixamento indicou aos investidores, já cautelosos, que o país apresentava um risco crescente. É por isso que notamos que a maior saída de capitais se dá no 3° quadrimestre de 1998 (**Tabela 11**). A Conta Financeira do Brasil começa piorar, com grande intensidade, no mês da eclosão da crise da Rússia (**Tabela 11**), que corresponde ao 3° quadrimestre.

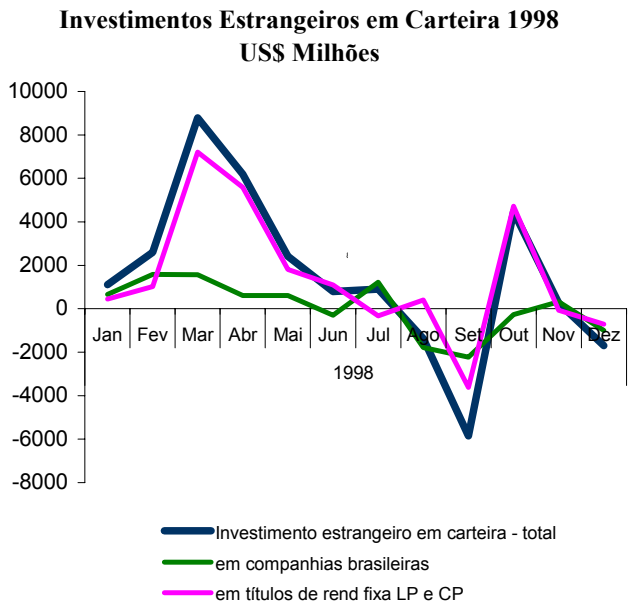
Pela **Tabela 11** vemos que no ano de 1998 a Conta Financeira apresenta um patamar positivo, mas bem inferior ao necessário para fechar o Balanço de Pagamentos (US$ 29.381 milhões). Conforme já indicamos, no início do ano observamos uma certa reversão do quadro apresentado pela crise da Ásia. O saldo foi de US$ 23.047 milhões no 1° quadrimestre. No segundo quadrimestre já se observa uma queda de recursos (US$ 12.933), mas a reversão profunda se dá no 3° quadrimestre (US$ -16.607 milhões). Tanto a Conta de Investimento em Carteira quanto a Conta de Outros Investimentos tiveram uma grande contribuição para esta reversão. A Conta Investimento em Carteira passa de um patamar de US$ 9.491 milhões no 2° quadrimestre para US$ -7.436 milhões no 3° quadrimestre.

## Tabela 11-Conta Financeira da Rússia em 1998

| Discriminação | 1998 | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 1º quad | 2º quad | 3º quad | 4º quad |
| Conta Financeira | 23.047 | 12.933 | -16.607 | 690 |
| -IED | 4.171 | 6.279 | 9.143 | 9599 |
| -I em Carteira | 12.469 | 9.491 | -7.436 | 3.895 |
| -Derivativos | | | | |
| -OI | 6.407 | -2.837 | -18.314 | -12.804 |

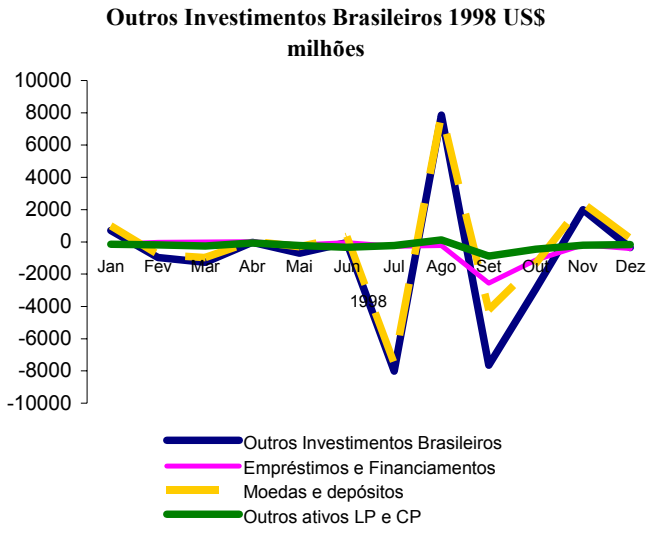
Fonte: BACEN

## Gráfico 29



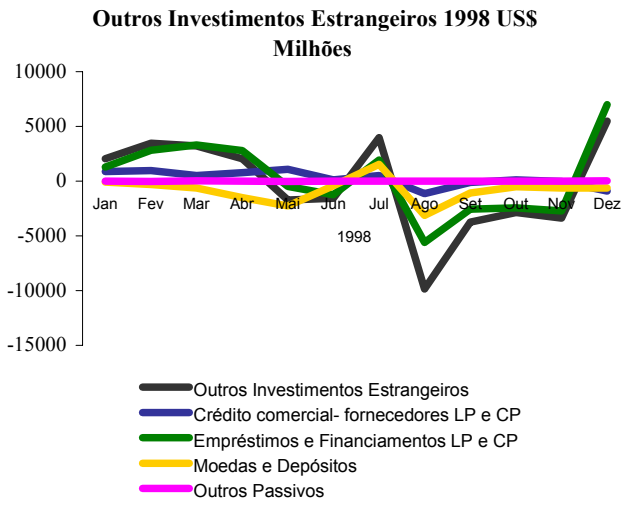

Fonte: BACEN

## Gráfico 30




Fonte: BACEN

## Gráfico 31




Fonte: BACEN

Abrindo-se estas contas mais uma vez, é possível levantar os principais componentes da reversão. No caso da Conta Investimento Estrangeiro em Carteira, esta apresentou no início do ano um aumento, mas começa a reduzir seu patamar a partir de março e chega a apresentar valores negativos a partir de Agosto (**Gráfico 29**).

A Conta Outros Investimentos foi a conta que mais prejudicou o resultado da Conta Financeira. Pela **Tabela 11** vemos que esta conta, que já apresentava saldo negativo no 2° quadrimestre de US$ - 2.837 milhões, passa para US$ -18.314 milhões no 3° quadrimestre (mês da eclosão da crise e data onde as agências rebaixaram o *rating* dos títulos soberanos do Brasil). A Conta Outros Investimentos Brasileiros teve grande importância para esta redução. Neste ano, todas as subcontas inseridas na Conta Outros Investimentos Brasileiros favorecem para tal patamar negativo: em primeiro lugar podemos destacar a Conta Outros Investimentos Brasileiros em Empréstimos e Financiamentos que, de um patamar de US$ 348 milhões em 1997 passou para US$ -5.181 milhões em 1998; em segundo lugar, a Conta Moeda e Depósitos de Brasileiros sendo que ela é formada por movimentos de capitais do Sistema Bancário enviando depósitos em moeda para o exterior para especular o câmbio: de US$ -829 milhões em 1997 passou para US$ -3.234, como podemos confirmar no **Gráfico 30.**

Quanto ao movimento da Conta Outros Investimentos Estrangeiros, ela se manteve no mesmo patamar negativo do ano de 1997(US$ -2.893 milhões). Desta vez a conta que se destaca é a de Moeda e Depósitos tendo esta apresentado um saldo negativo de US$ -9.665 milhões em 1998, dominados pela conta CC5 que é altamente volátil, como podemos confirmar no **Gráfico 31**.

Além do ambiente internacional não favorável à aplicação de recursos nos países emergentes por parte dos investidores internacionais, a crise da Rússia pressionou ainda mais a moeda corrente brasileira – o Real – fazendo com que o Governo desse um novo choque nos juros (41,58%), além de utilizar suas reservas para manter a taxa de câmbio estável.

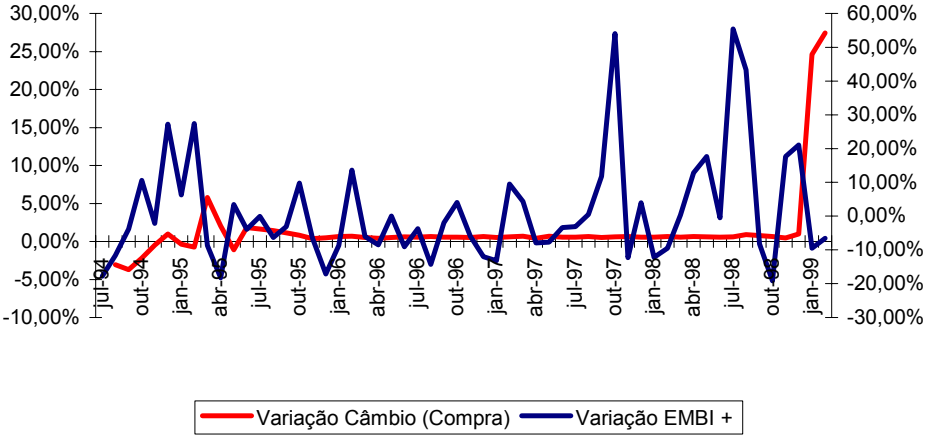
Conforme pudemos ver pelos fluxos, estes se revertem rapidamente e retornam a partir da política de atração explícita que se efetua via juros. Ainda que outros instrumentos

de contenção das fugas tenham sido utilizados até 1999, o principal ajuste se deu nos juros, mantendo-se o câmbio controlado.

Este movimento pode ser percebido pelos **Gráficos 32 e 33**. Pode-se observar a forte correlação entre as variações do índice EMBI+ Brasil e as da Taxa Selic. Para explicitar esta relação indicaremos abaixo seus principais determinantes no período 1994-1999, utilizando a explicação constante em Corrêa e Terra (2005).

**Gráfico 32**

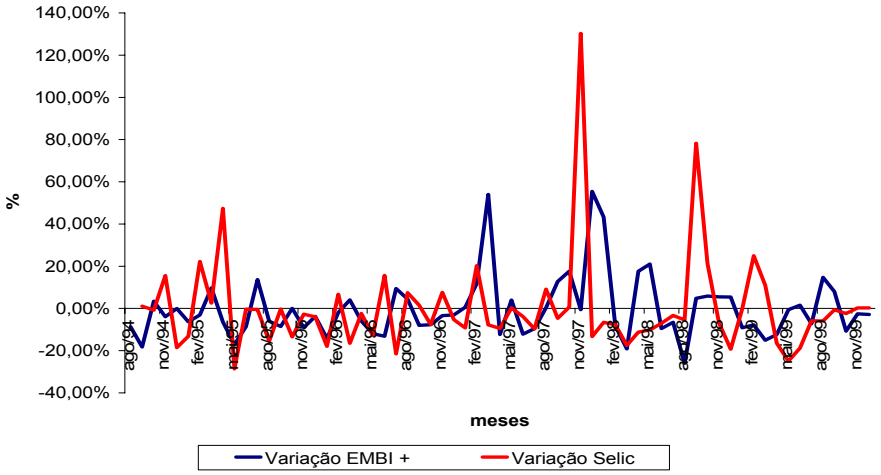
**Variação do câmbio e EMBI+: mensal - 1994/1999**




Fonte: BACEN

**Gráfico 33**

**Variação da Taxa SELIC e EMBI+: 1994 a 1999**




Fonte: BACEN

No que tange à taxa Selic, em agosto de 1994 a mesma estava no patamar de 56,46%aa. Começa a baixar e sofre alteração na crise do México (85,47% aa). Cai no período imediatamente posterior, atingindo o patamar de 19,8% aa antes da crise da Ásia. Após a deflagração da crise e, em resposta ao crescimento do Risco-País e do Risco de Câmbio resultante do efeito contágio, os juros se elevam para 45,9% aa. Este comportamento se observa posteriormente na crise da Rússia (41,48% aa) e no período da mudança do Regime Cambial (45% aa).

Tentando detectar os principais componentes do ajuste dos juros no período de câmbio controlado, Garcia e Olivares (2000) decompuseram a taxa de juros doméstica nos três já citados componentes: taxa internacional, risco país e *forward premium* (prêmio de risco + depreciação esperada) e fizeram um estudo de correlação. Este estudo mostra que o Risco-País teve uma correlação maior com o prêmio de risco do que com a taxa de depreciação esperada, *"o que pode ser interpretado como uma evidência de que ambas as variáveis têm uma origem comum, ligada ao grau de incerteza da economia brasileira"* (Garcia e Olivares, 2000: 03).

Para melhor compreender esta questão, Corrêa e Terra (2005) levantam um trabalho posterior (Garcia e Didier, 2000), em que foi realizado um estudo tentando analisar os principais determinantes do Risco-Brasil. Este trabalho mostra que o risco de conversibilidade da moeda é um dos pontos importantes a enfocar para indicar o grau de incerteza visualizado pelos mercados e que determina o prêmio de risco. Para obter uma medida de risco de conversibilidade, o estudo utiliza dados de desvalorização implícita em Contratos a Termo Real, negociados em Nova Iorque (*Non-Deliverable Forwards de Real - NDF*). Retira-se destes contratos a depreciação implícita, medida pelos *Swaps,* para fazer a comparação que se pretende. Usa-se como *proxy* para a medida do risco de convertibilidade a comparação entre o contrato de compra de dólar a termo em Nova Iorque (medido pelo inverso da cotação do NDF), com o contrato de dólar futuro da BM&F. A dDiferença de preços é transformada em retornos anuais, e esta indica, então, a medida do risco de conversibilidade.

A partir destes dados os autores verificam que entre dezembro de 1995 e setembro de 1997 praticamente não se observava grande diferencial entre os dois contratos. Porém, a partir da Crise da Ásia, tem-se o início de uma diferença entre os dois contratos. Esta

diferença de valores é superior a 20%, quando anteriormente estava entre 0% e 2%. A diferença volta a cair a partir do terceiro trimestre de 1999, retomando o patamar semelhante ao início do período analisado no ano de 2000. Segundo Garcia e Didier (2000), a performance encontrada estaria indicando que o mercado havia passado por um "processo de aprendizagem", e teria então gerado a diferença entre os dois contratos.

No entanto, o que Corrêa e Terra (2005) observam é que, após as crises o **risco de conversibilidade** voltou a cair, sendo que, para eles a principal explicação para tal movimento tem muito mais a ver com o efeito contágio e com a retração da liquidez quando ocorrem crises. Neste caso, destacam que a fuga de ativos mais arriscados é rápida, afetando-se imediatamente o risco país, que é resultante de operações realizadas em mercados secundários. No caso do risco de conversibilidade, Corrêa e Terra (2005) destacam que quanto pior a crise, *"mais importante se torna o risco de conversibilidade na explicação do risco- país"*.

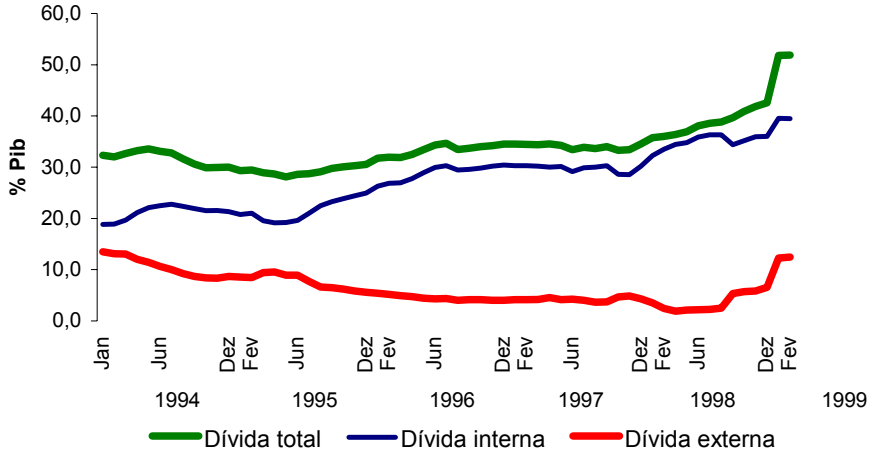
Então, observa-se que, a partir desta lógica de ajuste, o nível de juros requeridos para atrair os capitais em situação de abertura financeira e controle do câmbio foram muito elevados, por conta do alto risco-país; por sua variação abrupta nos períodos de crise; pelo alto prêmio de risco cambial demandado pelo mercado.

Como a estabilização se dá em momento de ampla liquidez internacional e como se estabelecem altos juros internos, a atração de capitais de curto prazo é imediata. Conforme já destacamos ao longo desta dissertação, os capitais de curto prazo só aplicarão em papéis brasileiros se os juros oferecidos mais do que compensarem a expectativa de rentabilidade (em dólar) que eles tinham em mercados mais seguros.

Mas, esta situação contínua de aumentos na taxa de juros e a grande perda de reservas para defender os ataques especulativos contra o Real, se mostrava insustentável a longo prazo, sem criar custos irreparáveis ou esgotar as reservas internacionais. De qualquer forma, por conta dos picos das taxas de juros observou-se uma crescente piora nas contas do Setor Público, a despeito do Crescente superávit primário que começara a se observar a partir de 1997.

**Gráfico 34;**

**Dívida Líquida do Setor Público 1994 a Fevereiro de 1999 (Mensal em % do PIB)**




Fonte: BACEN

Estes juros geram impactos profundos sobre a Dívida Pública, especialmente a partir do momento que a Dívida Mobiliária passa a ser majoritariamente composta por títulos pós-fixados. Mas, o impacto não se dá apenas aí, pois, como se sabe, as taxas pré-fixadas se formam a partir da taxa Selic no ato da contratação.

Recorre-se ao FMI em 1998 para contornar o problema das Reservas que haviam caído abruptamente. E, no bojo do acordo firmado, obtendo-se recursos da ordem de US$ 19,7 bilhões, com o compromisso da obtenção de uma meta de superávit entre 2,6% para aquele ano e 3% para o ano do fim desse acordo (2001). Mesmo considerando-se o movimento de superávit, as contas públicas não se ajustam por conta do impacto dos juros e as contas externas se apresentam fortemente negativas. Em conseqüência, a pressão sobre a moeda corrente se intensificou, com os mercados futuros indicando forte desvalorização do câmbio e com o Governo oferecendo Títulos Cambiais para proteger os endividados em dólar que não haviam efetuado hedge.

O Banco Central, em janeiro de 1999, decidiu abandonar o sistema de bandas cambiais, em favor de uma taxa de câmbio flutuante, sendo que posteriormente colocou em vigor um sistema de metas de inflação.

## 4.3- ANÁLISE DO CASO DO BRASIL PÓS 1999 – A CONTINUIDADE DA VULNERABILIDADE.

Seguindo a periodização indicada no início do capítulo III, o outro ciclo de liquidez está compreendido entre 1999 e 2004 e se caracteriza por haver a contraposição de pequenos períodos de liquidez, seguidos por escassez de recursos. O ano de 1999, por exemplo, é caracterizado por um ano em que se reduz a liquidez internacional, em decorrência das expectativas negativas quanto ao crescimento global, afetando o movimento dos fluxos de capitais em direção às economias emergentes.

Conforme indicamos no capítulo anterior, no final da década de 1990 ocorreram problemas na economia mundial, que prejudicaram os investimentos para os países emergentes e a liquidez no mercado internacional. Os bancos tornaram-se mais avessos ao risco e reduziram o limite de recursos disponíveis para empréstimos. (Relatório do BIS, 2003).O segundo fator a influenciar negativamente os fluxos foi a seqüência de crises ocorridas nos países emergentes, que resultou em desvalorização cambial e adoção do regime de taxa de câmbio flutuante em diversos países emergente, como foi o caso do Brasil em 1999 e Argentina em 2001.

Esta mudança repentina nas cotações das moedas resultou em prejuízos significativos para os investidores que aplicavam nestes países. A adoção do regime de taxa de câmbio flutuante, por sua vez, reduziu a previsibilidade do retorno dos investimentos em dólares. Para o caso do Brasil, no ano de 1999, após várias pressões em sua moeda corrente, o país atingiu uma escassez de reservas, repercutindo na maior volatilidade da moeda corrente. Isto fez com que os agentes econômicos antecipassem uma depreciação da moeda antes de esgotar as reservas brasileiras, fazendo a política governamental abandonar o sistema de taxas de juros elevadas, que eram necessárias para defender seu sistema da taxa de câmbio. Dessa forma, o Banco Central, em janeiro de 1999, decidiu abandonar o sistema de bandas cambiais, em favor de uma taxa de câmbio flutuante e colocou em vigor um sistema de metas de inflação.

Após 1999, podemos dizer então que a política de estabilização passa para uma nova etapa: migra-se do regime de âncora cambial para o de câmbio flexível[26]. Nesta situação a estabilidade passa a centrar-se na definição de metas inflacionárias, subordinando-se o nível dos juros[27] à política de se alcançar a meta definida. Neste novo regime câmbio é o mesmo que se ajusta às mudanças de expectativas dos aplicadores e dos choques externos. Os juros são utilizados pelas Autoridades Monetárias para eliminar os efeitos sobre os preços, gerados pela depreciação da taxa de câmbio.

A taxa de juros adotada como instrumento de política monetária foi a Taxa Selic *Overnight*, cuja meta passou a ser definida pelo COPOM e, seguindo as diretrizes deste comitê, as mesas de mercado aberto passaram a ajustar a liquidez de mercado diariamente, para manterem a taxa de juros efetiva próxima da meta estipulada.

Então, em situação de instabilidade, quando se adota o regime de câmbio flutuante e metas inflacionárias (que definem patamares mais rígidos para as taxas de juros) os choques externos se geram em primeiro plano sobre o câmbio.

Nesta nova situação, permanece a abertura financeira e as variações nas expectativas dos agentes se traduzem em impactos sobre o mercado de câmbio. A lógica da equalização e da exigência da rentabilidade vinculada ao movimento do risco-país continua se mantendo, mas é principalmente o câmbio que se move (Corrêa e Terra, 2005)**, sendo que a Selic se move menos**. Os **Gráficos 35 e 36** são uma extensão de informações já anteriormente apresentadas, só que nos mostram os períodos todos e nos permitem observar a lógica do ajuste.

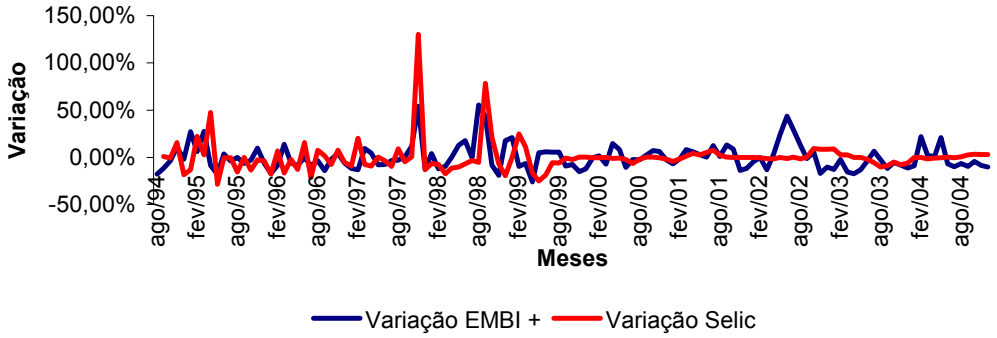
---

[26] - Para um estudo do caso da migração da âncora cambial para o regime flexível no Brasil, vide Cardoso (2001), destacando-se que nesta discussão o ajuste fiscal é visto como ponto central no processo.

[27] - Para uma verificação do debate sobre metas inflacionárias vide Debelle (1997), Drazen & Masson (1994); Goodhart (1994); Rigolon & Giambiagi (1999) Rogoff (1997).

**Gráfico 35**

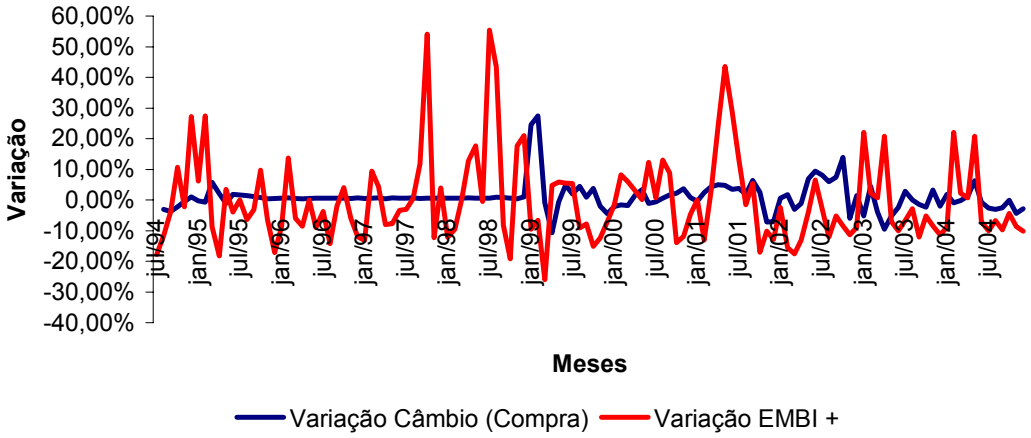
**Variações SELIC e EMBI+: mensal -1994 a 2004**




Fonte: BACEN

**Gráfico 36**

**Variações do Câmbio e EMBI+:Mensal -1994 a 2004**




Fonte: BACEN

Seguindo a perspectiva teórica por detrás do Regime de Metas, os juros passariam a ser mais estáveis nesta nova fase, pois não sofreriam o impacto das variações do câmbio. Alcançado o resultado definido para a meta e melhorando os indicadores macroeconômicos (dentre os quais a relação DLSP/PIB), estaria aberta a possibilidade de redução dos juros. Estaria também aberta a possibilidade de atração de capitais mais estáveis por conta da queda do Risco-País que viria como resultado da "melhora dos fundamentos macroeconômicos".

No entanto, contrariamente a esta perspectiva o que destacamos é que os fluxos de capitais continuam determinados pela dinâmica dos países centrais, tal como abordado no capítulo anterior e que o risco-país sofre variações prioritariamente pelos movimentos especulativos e não meramente pelo movimento dos chamados "fundamentos". Por outro lado, permanece a armadilha macroeconômica do baixo crescimento. Ou os juros precisam permanecer altos para conter a inflação, ou eles devem permanecer altos para manter os capitais nos momentos de redução de liquidez. Lembremo-nos que, conforme indicado no capítulo anterior, a fase pós crise do Brasil é marcada por movimentos rápidos de expansão e retração da liquidez internacional, ditada fundamentalmente pela dinâmica da política monetária dos países centrais (especialmente Estados Unidos).

Analisando esta periodização, o que queremos destacar é que as taxas de juros internas e a taxa Selic não estão desvinculadas do risco-país e do movimento para a atração de capitais. Destaca-se a permanência da vulnerabilidade gerada pela inexorável relação entre Fluxos de Capitais "versus" Câmbio "versus" Taxas de Juros "versus" Dívida Pública.

Ainda que aparentemente os juros estivessem livres da dinâmica de atração e ficassem respondendo eminentemente ao combate da inflação, não é isto que ocorre na prática. O impacto da relação risco-país e juros Selic pode ser visto indiretamente. Primeiramente observa-se a relação existente entre risco-país e prêmio de risco interno entre juros longos e curtos, e posteriormente observa-se a relação entre Prêmio de Risco interno e a taxa Selic. Vejamos como ocorrem estas relações.

O pPrêmio é a diferença em pontos percentuais entre as taxas de juros futuros esperados (medidos pela taxa Swaps DI-Pré 360 dias) e a taxa Selic, sendo mais comumente denominado de *spread* doméstico (Pastore e Pinotti, 2002). Quando o *spread* dos juros futuros sobre os juros à vista sobe muito, a Selic tenderá a se ajustar: se estiver em trajetória de queda, se estabilizará ou tenderá a também aumentar. Se o *spread* de risco estiver caindo, a taxa Selic terá espaço para cair. Por fim, pode ocorrer também de o *spread* de risco estar negativo. Isto estará indicando que os juros futuros estão menores do que os juros à vista e que os mercados estão indicando que estão com a visualização de que os juros estão excessivamente altos e que a tendência é cair; este seria outro espaço de queda para os juros Selic.

Ademais desta explicação, as taxas de juros futuros esperados devem ser levadas em consideração, porque elas determinam o custo de captação dos bancos e por que os próprios investidores internacionais, quando decidem suas aplicações no país, fazem seus cálculos também observando as taxas futuras.

Veremos um pouco mais adiante que é o *spread* doméstico que tem uma correlação positiva com o risco país. Isto significa que há uma forte reação do mercado doméstico relativamente ao mercado externo (no qual intervêm os bancos internacionais no mercado financeiro de Nova Iorque), sendo que por vezes pode até ocorrer o contrário. Ou seja, pode ocorrer que seja o mercado doméstico (no qual intervêm principalmente os investidores brasileiros) quem primeiro responde a percepções de aumento de risco.

Indicada esta explicação, após a implantação do regime de câmbio flutuante em 1999, seguiremos a periodicidade, explicitada no trabalho de Corrêa e Terra (2005), que destacam as mudanças no risco-país e os impactos sobre o câmbio. A idéia é a de que esta periodização tem por detrás a dinâmica dos fluxos internacionais de capitais, citada no capítulo anterior, e que as determinações da economia doméstica apenas se sobrepõem a lógica maior dos fluxos de capitais em geral.

i) <u>Período pós-desvalorização em 1999 a final de 2000</u>

Conforme observamos anteriormente, na fase final de câmbio controlado a economia brasileira apresentara forte dependência de capitais externos, com perda de reservas e aumentos contínuos da Dívida Líquida do Setor Público, sendo que a Dívida Interna em sua maioria era composta de títulos pós-fixados indexados à taxa Selic e ao Câmbio. A taxa Selic mantivera-se em um patamar elevado para sustentar entradas constantes de recursos na Conta Financeira, necessários para cobrir os déficits na Conta Corrente.

Desde a crise do México (dezembro de 1994), o Brasil era considerado vulnerável a uma crise externa, devido ao seu grande déficit fiscal, à curta maturidade de sua dívida pública, à sobrevalorização do câmbio. O regime de câmbio fixo mantido durante vários anos, com base em taxas de juros elevadas fizeram com que o país mantivesse um nível confortável de reservas. Entretanto, quando se deflagrou a crise russa (agosto de 1998), a intensa saída de capitais reduziu rapidamente o que parecia ser um nível de reservas

confortável. Em resposta a crise da Rússia o *spread* do Brasil sobe para 1.500 pontos-base em setembro de 1998, com isso as Agências de *Ratings* apontam as emissões brasileiras como sendo de relativo risco, rebaixando seu risco soberano (*Moody's* de B1 para B2; e a *S&P's* de BB para BB-), ver **Gráfico 25.**

Entre outubro e novembro de 1998, os *spreads* declinaram seguindo a reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso e a negociação de um pacote de US$ 41,5 bilhões com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Mas nem essa nova negociação foi suficiente para "acalmar" o mercado. Pelo contrário, houve uma preocupação sobre a situação fiscal e política do país, levando novamente a uma grande saída de capitais do Brasil e a um crescimento no risco país. A perda de reservas durante os meses seguintes foi de grande magnitude e culminou para a flutuação do Real em janeiro de 1999. A desvalorização cambial vinha com a esperança de interromper a perda de reservas e possibilitar a redução nas taxas de juros.

Depois que o Real foi desvalorizado em janeiro de 1999, as Agências deram um novo rebaixamento do *rating* soberano do Brasil (A Moody's rebaixa de B2 para B+ e a S&P's de BB para BB-). Nas duas semanas seguintes o Real se desvalorizou 30% e continuou a sofrer desvalorizações até o apontamento de Armínio Fraga para presidente do Banco Central, e a retomada do acordo com o FMI em março de 1999.

Porém, os rebaixamentos dos títulos soberanos brasileiros no início de 1999 levaram a uma grande fuga de capitais de curto prazo, o que pode ser percebido pelo movimento das Contas Investimento em Carteira (que passou de 18.125 milhões em 1998 para US$ 3.802 milhões em 1999) e Outros Investimentos (que passou de -14.282 milhões em 1998 para US$ -13.620 milhões em 1999), repercutindo em uma grande queda de patamar do Saldo da Conta Financeira (de US$ 29.381 milhões em 1998 para US$ 16.981 milhões em 1999).

O **Gráfico 37** apresenta a Conta Financeira com dados mensais acumulados em 12 meses e, a partir dele, torna-se mais visível à percepção da reversão dos fluxos de capitais no ano de 1999.

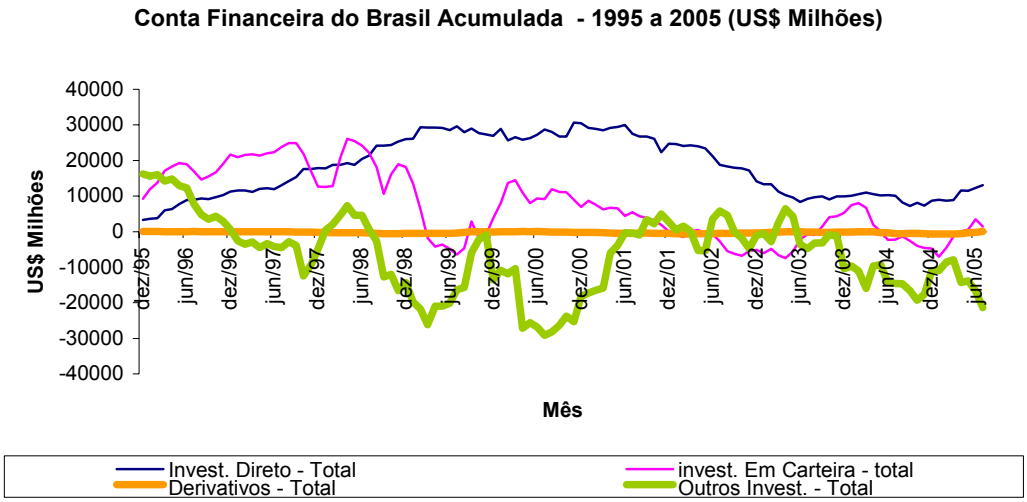
Mais uma vez os capitais de curto prazo têm um papel central na reversão. No caso da conta Outros Investimentos, o que se percebe é que a Conta de Moeda e Depósitos de Brasileiros e a Conta de Crédito Comercial de Estrangeiros tiveram forte influência para esta queda de patamar, como pode ser visualizado na **Tabela 12**.

**Tabela 12**
**Conta Financeira do Brasil Anual: 1999-2004 (US$ Milhões)**

| **Ano** | **1999** | **2000** | **2001** | **2002** | **2003** | **2004** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **CONTA FINANCEIRA** | **16.981** | **19.053** | **27.088** | **8.423** | **5.045** | **-8013** |
| **Investimento Direto** | **26.888** | **30.498** | **24.715** | **14.108** | **9.894** | **8695** |
| **Derivativos** | **-88** | **-197** | **-471** | **-356** | **-151** | **-677** |
| **Investimento em Carteira** | **3.802** | **6.955** | **77** | **-5.119** | **5.308** | **-4.750** |
| Investimento brasileiro em carteira | 259 | -1.696 | -795 | -321 | 179 | -755 |
| Investimento estrangeiro em carteira | 3.542 | 8.651 | 872 | -4.797 | 5.129 | -3.996 |
| **Outros Investimentos** | **-13.620** | **-18.202** | **2.767** | **-1.062** | **-10.438** | **-10.969** |
| **Outros investimentos brasileiros** | **-4.397** | **-2.989** | **-6586** | **-3.211** | **-9.752** | **-2.196** |
| EF (LP e CP) | -1.278 | -282 | -1.050 | -1.740 | -811 | -1.599 |
| MD | -2.301 | -1.774 | -8.001 | -1.300 | -8.579 | -668 |
| OA (LP e CP) | -817 | -933 | 2.465 | -172 | -363 | 72 |
| **Outros investimentos estrangeiros** | **-9.223** | **-15.213** | **9.353** | **2.150** | **-686** | **-8.773** |
| CC (LP e CP) | -7.284 | -6.409 | 4.233 | 1.741 | 236 | 1.152 |
| EF (LP e CP) | 1.342 | -8.774 | 5.714 | 1.031 | -1.549 | -10.444 |
| MD | -3.249 | -33 | -596 | -621 | 625 | 517 |
| OP | -32 | 4 | 2 | 0 | 3 | 1 |

EF (LP e CP)- Empréstimos e Financiamentos
MD- Moedas e Depósitos
OA (LP e CP)- Outros Ativos LP e CP
OIE- Outros Investimentos Estrangeiros
CC (LP e CP)- Crédito Comercial- fornecedores LP e CP
EF (LP e CP)- Empréstimos e Financiamentos LP e CP
MD- Moeda e Depósito
OP- Outros Passivos

**Gráfico 37**




Fonte: BACEN.

**Quadro 16**
**Variação do EMBI+Brasil (diferença de preços) durante a crise de 1999**

| EMBI+Brasil | 1 mês | 3 meses | 6 meses | Vale | Data Vale | Meses depois da Crise |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Crise do Brasil | 16,4% | 40,6% | 31,6% | -2,1% | 14/jan/99 | 0,0 |

Fonte: Bevilaqua, Garcia e De Paula (2000).

* Queda do EMBI, considerando diferenças nos preços dos títulos, significam aumento do EMBI+ quando se utiliza a diferença de rentabilidade requerida e vice versa.

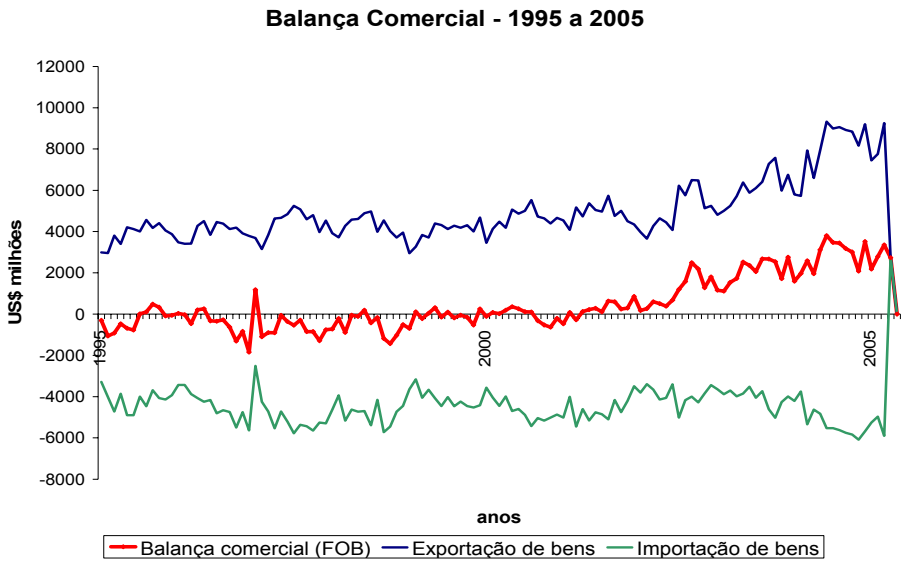
O interessante a observar nesta dinâmica é que a trajetória de crescimento do Risco-Brasil se reverteu drasticamente após Janeiro de 1999. Um mês após a crise, o índice brasileiro já apresentava uma queda no índice EMBI+, considerando variação de preços, de 16,4% *vis à vis* o valor alcançado na data de crise (**Quadro 16)**. Isso pode ser explicado pelo fato da crise brasileira ter sido antecipada pelo mercado, o que fez com que os investidores tomassem medidas de precaução (*hedge*) para minimizar os impactos da desvalorização. *"A surpreendente rápida recuperação do EMBI+ serve também como evidência do equívoco representado pelas análises de diversas instituições financeiras que apontavam para um default iminente da dívida pública brasileira após a desvalorização"* (Bevilaqua, Garcia e De Paula, 2000: 12-13).

Logo após o mês de janeiro o índice EMBI+ passa a cair paulatinamente. Na verdade, os anos de 1999 e 2000 se apresentam como um período de certa estabilidade. Aliás, em termos dos capitais internacionais foi uma fase de paulatino retorno dos capitais para os países periféricos em geral.

Como argumentam Bevilaqua, Garcia e De Paula, (2000), a performance macroeconômica brasileira durante o ano da crise foi melhor do que a esperada. A inflação não explodiu, o PIB não colapsou, o governo não foi forçado a reestruturar a dívida pública e, aos poucos, os juros nominais e reais foram diminuindo.

Logo após a flexibilização cambial, ocorre um período de relativa estabilidade. Após a maxi desvalorização não há forte flutuação do câmbio. A depreciação da moeda brasileira causada pela flexibilização do câmbio também provoca uma melhora na situação da Balança Comercial, que passa de um patamar de US$ -6.404 milhões em dezembro de 1998 para US$ -698 milhões em dezembro de 2000 (**Gráfico 38**).

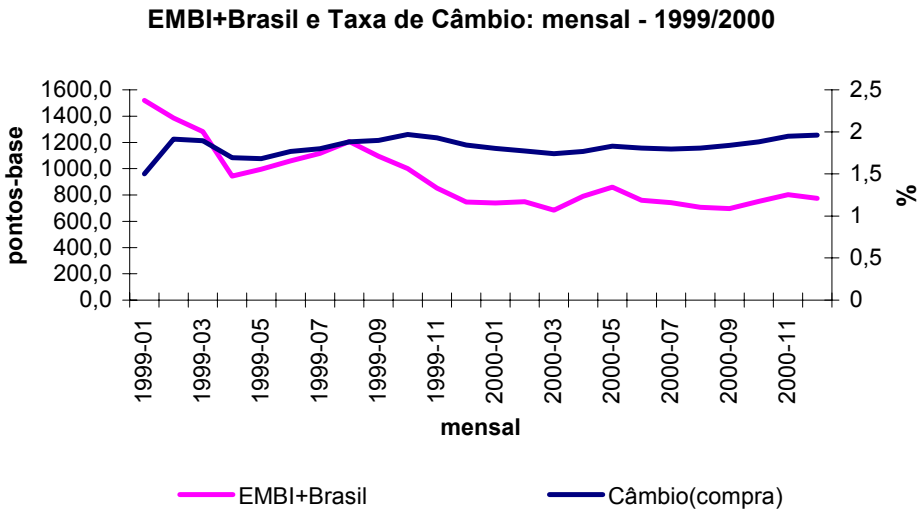
**Gráfico 38**




Fonte: BACEN

Após o ano de impacto cambial, o ano de 2000 também se apresenta como um período de estabilidade: a economia aparentemente decolava e o mercado de câmbio nacional apresentava volatilidade semelhante à de moedas fortes como Euro e Yen. Paralelamente, o país consegue apresentar taxas de juros mais baixas (**Gráfico 39**) e gera-se um crescimento de 4,4% do PIB. (Corrêa e Terra, 2005).

**Gráfico 39**




Fonte: BACEN.

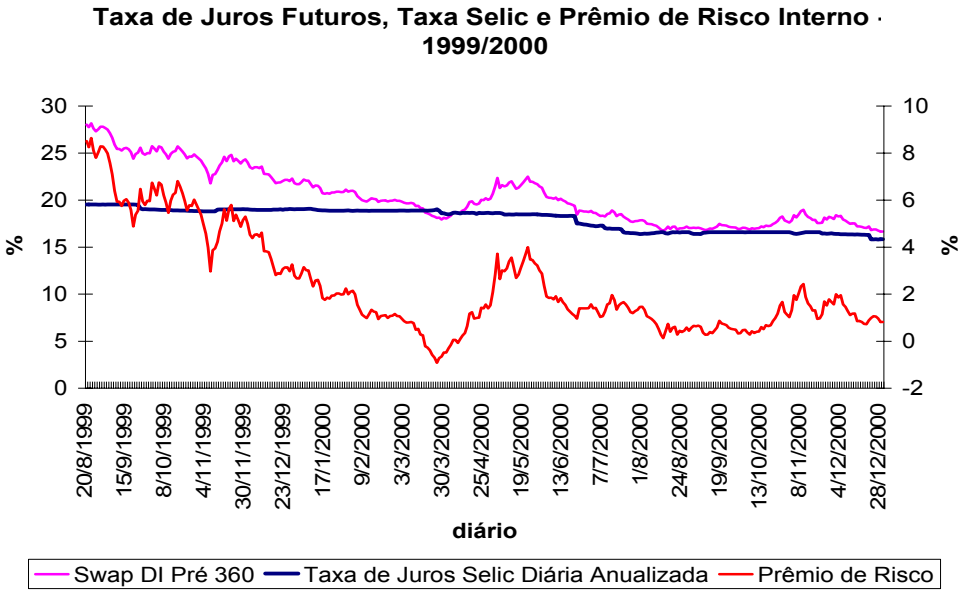
A estabilidade provocou a volta de recursos para a Conta Financeira no ano de 2000 (US$ 19.053 milhões), lembrando que esta volta de recursos não é meramente resultante das condições da economia doméstica. Ela tem a ver com um período de expansão da liquidez internacional, já comentada no capítulo anterior.

A Conta Investimento em Carteira aumentou para o patamar de US$ 6.955 milhões, porém na Conta Outros Investimentos houve uma saída de recursos (US$ -18.202 milhões) até pior do que a observada em 1999. As subcontas que favoreceram para tal patamar negativo foram: Moedas e Depósitos Brasileiros (US$ -1.774) Crédito Comercial de Estrangeiros (US$ -6.409) e Empréstimos e Financiamentos também de Estrangeiros (US$ -8.774 milhões). Ou seja, houve ingresso de recursos para aplicações em títulos, mas os ingressos via bancos recuaram.

No mesmo interregno a inflação permanece dentro da meta estabelecida, tornando possível à queda da taxa Selic (**Gráfico 40**). Mas não é apenas a questão da meta que permite a queda. Conforme observamos, neste período o Risco-País cai por conta das condições de liquidez internacional. Em termos do movimento das taxas longas de juros o que se observa é que elas exigem um diferencial sobre as taxas curtas – prêmio de risco, e que é o movimento deste prêmio que segue o movimento do risco país, o que pode ser observado pelo **Gráfico 41**.

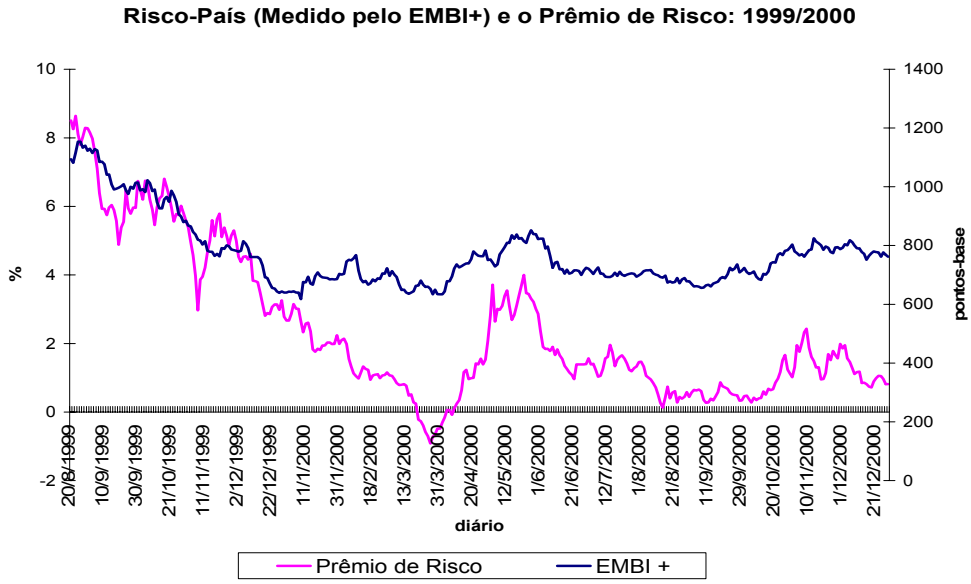
Vejamos o impacto disto sobre a taxa Selic. Na medida em que esta pode cair por conta do cumprimento da meta, ela também pode cair porque o prêmio de risco está caindo, de forma que a taxa Selic sai de um patamar de 45% aa em março de 1999, para 19% aa em dezembro do mesmo ano e para 15,75 % aa em dezembro de 2000 (**Gráfico 40**).

**Gráfico 40**




Fonte: BACEN

**Gráfico 41**

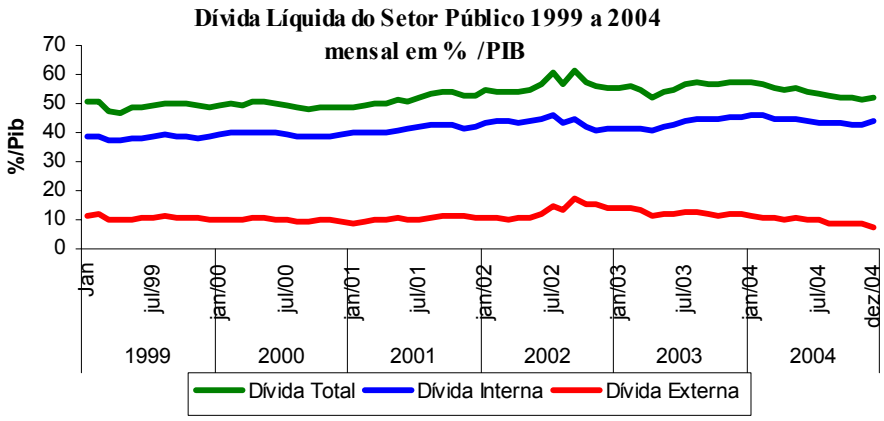



Fonte: BACEN

Ainda que aparentemente se apresentasse um cenário de crescente estabilidade, a vulnerabilidade não estava absolutamente superada. O resultado do Balanço de Pagamentos é negativo por conta do pequeno saldo da Conta Financeira apresentado neste período. As

taxas de juros apesar de mais baixas, ainda estavam excessivamente altas. Isto, mais os impactos das variações de câmbio sobre a Dívida Pública tornaram a mesma resistente a baixa, a despeito do alto superávit primário gerado, 3,2% do PIB e por grande parte da dívida ainda continuar atrelada ao dólar (**Gráfico 42**).

**Gráfico 42**




Fonte: BACEN

A abertura financeira continua atraindo grande magnitude de capitais voláteis, e por conta disso o ano de 2001 tem uma melhora no saldo da Conta Financeira, porém o saldo positivo não se mantém por conta da deterioração do cenário internacional.

ii) Período de forte variação cambial: 2001 a outubro de 2002

Em 2001 e 2002 o gerenciamento da política monetária foi mais difícil. O que se observou foram anos marcados por uma sucessão de choques internacionais desfavoráveis, que colocaram a economia brasileira, ainda muito fragilizada, numa situação delicada.

Conforme descrevemos no capítulo anterior, a partir de 2001 começam a ocorrer impactos negativos nos mercados financeiros internacionais que, paulatinamente, começam a gerar um movimento de aversão ao risco. Destacam-se os escândalos contábeis norte-americanos, o fim da bolha especulativa nas bolsas mundiais, o ataque terrorista contra os Estados Unidos. Conforme observamos, as expectativas negativas se revertem rapidamente

sobre os papéis em nível de *sub-investment grade*, dentre os quais os brasileiros. No caso do Brasil, este movimento negativo é aprofundado pela crise energética (abril de 2001), fato que, conjuntamente aos ocorridos internacionalmente geram um crescimento do risco-país. Ademais, lembremo-nos que o índice EMBI+Brasil é sempre um dos mais rapidamente afetados pelo movimento de fuga de capitais por conta de que os C-Bonds são títulos altamente líquidos e continuamente são os primeiros a serem vendidos.

A partir de maio de 2002 volta a ocorrer escassez de recursos internacionais, por conta do crescimento de escândalos contábeis, que geraram uma aversão geral ao risco e um aumento dos *spreads* de risco sobre todos os papéis, inclusive dos vinculados a países centrais. Há um movimento de venda de papéis considerados mais arriscados, especialmente aqueles vinculados a países considerados no nível de *sub-investment grade*. Todos os indicadores de risco sobem e reduz-se a expectativa de crescimento global, questões afetadas ainda por outros choques, dentre os quais o ataque terrorista contra os EUA no mesmo ano de 2002.

A junção destes fatores levou a uma piora das condições de liquidez global, fazendo com que os investidores mudassem suas expectativas quanto ao mercado de títulos da dívida dos países emergentes, aumentando sobremaneira a volatilidades destes países no acesso ao mercado internacional. *"Essa influência transparece na elevada correlação entre a volatilidade e os prêmios de risco dos chamados "mercados emergentes" (medidos pelos índice EMBI+) e o comportamento dos mercados acionários dos países centrais e, principalmente no comportamento sincronizado entre os spreads dos títulos de rentabilidade elevada e alto risco emitidos por corporações americanas e aqueles títulos emitidos pelos mercados emergentes"* (FMI, 2003 apud Prates e Fahri, 2004: 09).

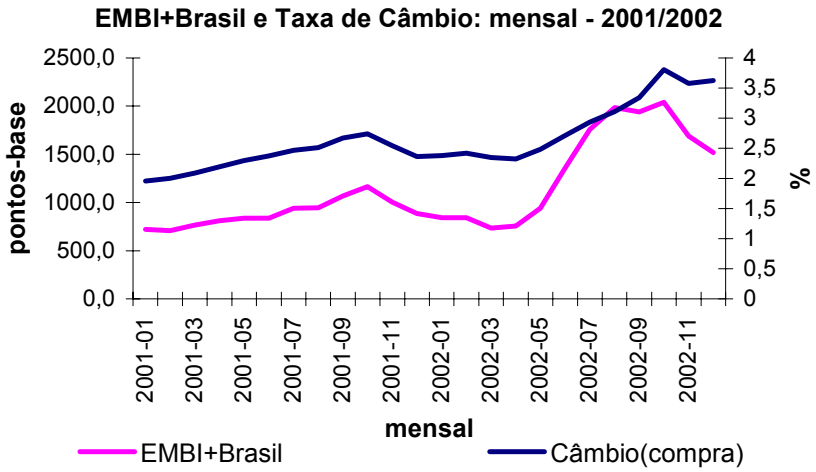
Os investidores passaram a adquirir ativos de títulos públicos dos países com *rating* de crédito elevado, ou seja, passaram a comprar títulos de mais alta qualidade de crédito, resultando num declínio significativo nos preços das ações e dos títulos e um aumento de volatilidade dos títulos dos países emergentes.

No caso do Brasil, o risco-país sobe e os capitais apresentam um movimento de retração como visto na **Tabela 12**. Os fluxos de capitais se retraem sobremaneira, apresentando grande dificuldade de captação de recursos. As empresas foram obrigadas a comprar dólares para pagar suas dívidas, sendo que se apresenta no mesmo ano um

movimento forte de desvalorização do câmbio, e com isso o Governo aumenta a taxa Selic tanto para ajustar os preços internos, como para atrair recursos.

O saldo total da Conta Financeira passa de US$ 27.088 milhões em 2001 para US$ 8.423 milhões em 2002. Neste ano todas as subcontas que compõem a Conta Financeira tiveram uma redução de recursos. A Conta Investimento Direto teve uma queda de US$ 27.715 milhões em 2001 para US$ 9.894 milhões em 2002. A Conta Investimento em Carteira teve seu saldo revertido para um patamar negativo de US$ -5.119 milhões em 2002. Esta conta foi muito prejudicada pela reversão dos investidores estrangeiros em títulos brasileiros, que passou de US$ 872 milhões em 2001 para US$ -4.797 milhões em 2002. Outra Conta que também puxou negativamente o resultado a de Outros Investimentos, que passou de um patamar de US$ 2.767 milhões em 2001 para US$ -1.062 milhões em 2002. Nesta fase esta conta foi afetada principalmente pela retração de créditos comerciais e empréstimos e financiamentos de estrangeiros. Estes movimentos geraram forte volatilidade no câmbio e aumento do risco-país (**Gráfico 43**).

**Gráfico 43**




Fonte: BACEN.

Ainda que os maiores impactos tenham se dado sobre o câmbio, houve conseqüências também sobre os juros, cujas taxas foram elevadas no sentido de impulsionar a atração de capitais de curtíssimo prazo. Vejamos a dinâmica da relação entre a variação do risco-país e os juros. O impacto das relações externas sobre os juros se dá de duas formas. Primeiro: a desvalorização do câmbio provoca impactos inflacionários que devem ser contidos pela via da adoção de uma política monetária restritiva. Segundo:

apresenta-se a relação já anteriormente explicada entre risco país, dinâmica dos juros longos e ajuste da taxa Selic. Vejamos. Os **Gráficos 44 e 45** nos mostram que o movimento do prêmio de risco segue o risco-país e que a Selic acaba tendo que ser aumentada para responder a estes requerimentos dos capitais.

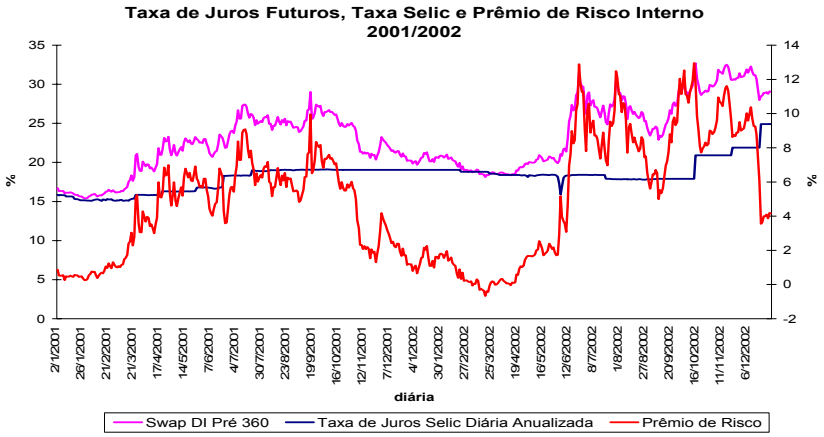
No que se refere ao sub-período que estamos considerando, em março de 2001, houve a primeira elevação da taxa Selic, que passou para 19% em julho e se manteve inalterada até o final do ano.

A partir de maio e até novembro de 2002, como foi visto, apresenta-se forte escassez de recursos nos mercados internacionais. A este cenário desfavorável ainda acresceu a questão a incerteza das eleições. A eleição presidencial gera impactos especulativos acumulados sobre o movimento internacional de escassez de recursos, fazendo com que os emissores brasileiros fossem praticamente excluídos do mercado primário em maio, sendo que em setembro o índice EMBI+ atinge o patamar de 2.443 pontos. Neste período os *spreads* dos juros longos sobre os curtos tiveram um aumento recorde.

Estes movimentos dos prêmios de risco (externo e interno) puxam, então, o crescimento da taxa Selic.

Porém, o que se observa é que, já no início de 2001, o risco-país tinha subido muito mais do que deveria, por conta do movimento de redução de liquidez. Na verdade, ele não estava consistente com as condições dos "fundamentos econômicos" apresentados pelo país.

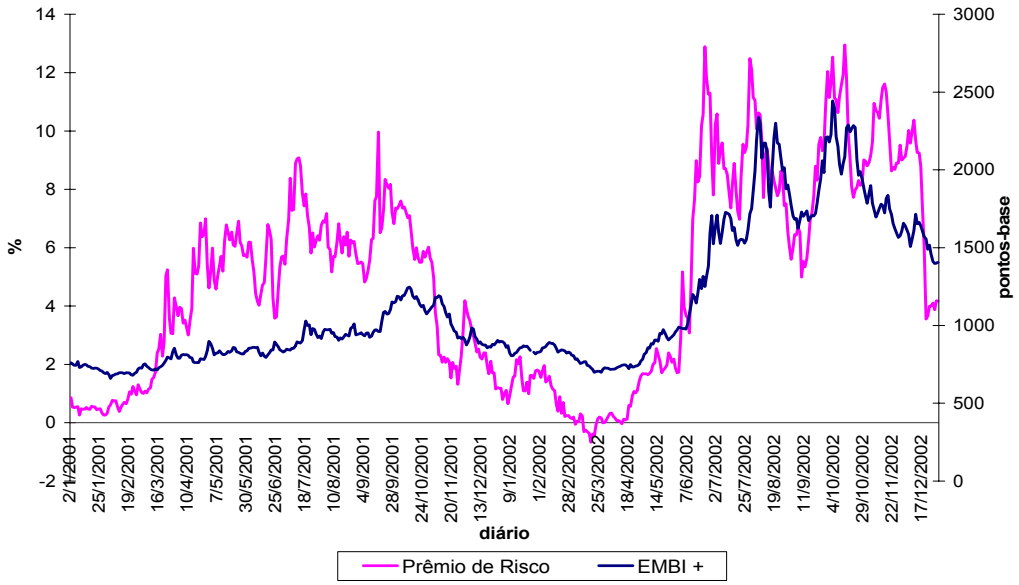
**Gráfico 44**




Fonte: BACEN.

**Gráfico 45**

**Risco-País (medido pelo EMBI+) e Prêmio de Risco: 2001/2002**




Fonte: BACEN

Um estudo da BBV (2002) faz uma pesquisa levantando os índices EMBI+ de todos os países emergentes que compõem o referido índice e faz uma correlação com as notas de Risco Soberano definidas pelas Agências de *Rating*. Este nível de *rating* soberano sugerido foi obtido através de simulações econométricas, que levam em conta dados *cross-section* e séries de tempo. A partir daí chegam a um "índice EMBI+ sugerido pelo *Rating* Soberano".

Logo abaixo no **Quadro 17** são mostrados os índices EMBI+ sugerido pelo *rating* soberano, calculado pelo BBV banco.

**Quadro 17**
**Comparação do Risco-País medido pelo EMBI+ e a diferença entre seus *spreads* sugeridos pelos seus respectivos *ratings*.**

| | *Rating S&P's* | *Spread* Corrente (A) | *Spread* Sugerido pelo rating (B) | Diferença (A) – (B) | Diferneça entre o risco Brasil e o *spread* de cada país |
|---|---|---|---|---|---|
| México | BBB- | 249 | 239 | 10 | 519 |
| Brasil | BB- | 768 | 764 | 4 | - |
| Rússia | B+ | 517 | 939 | -422 | 251 |
| Turquia | B- | 625 | 1288 | -663 | 143 |

Fonte: Bloomberg. Elaborado por BBV Banco (2002).

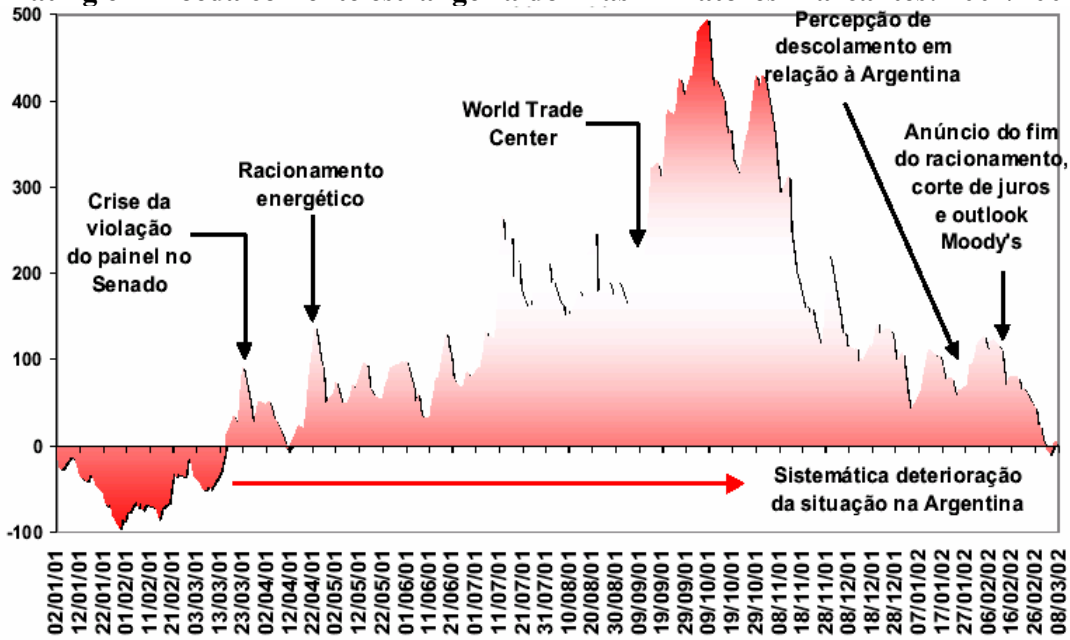
Segundo o referido estudo, os países que eram classificados como BB- pela S&P's, apresentam um "índice sugerido" em torno de 760 pontos-base. No início de 2001, as perspectivas de crescimento para a economia brasileira eram de 4,0%. Isto fez com que o risco chegasse a ficar 100 pontos abaixo do *rating* sugerido. No entanto, dali para frente, como pode se notar no **Gráfico 46**, os eventos anteriormente comentados fizeram com que o risco ficasse muito acima do sugerido durante todo o ano de 2001 e começo de 2002.

Pelo Gráfico é possível notar que além dos eventos domésticos políticos e de racionamento, o Brasil sofreu as conseqüências da crise da Argentina, bem como as do ataque ao *World Trade Center*. O risco-Brasil chegou a ficar 500 pontos acima do nível sugerido pelo seu *rating*. Com isso, a *S&P's* altera a perspectiva do Brasil para negativa. Mas essa situação se alterou quando se percebeu que a crise do país vizinho não tinha afetado a economia brasileira e o risco-Brasil se reduziu para 100 pontos acima do nível sugerido pelo seu *rating* (BBV, 2002) no final do ano de 2001.

Ainda que tal estudo tenha se encerrado no ano de 2002, com a perspectiva de que os *ratings* tenderiam a cair, o que vimos foi que neste ano os *ratings* voltaram a subir por conta de movimentos especulativos.

O nosso ponto é então o de que são estes movimentos especulativos que geram os movimentos abruptos nos prêmios de risco, impactando em variações abruptas nos juros, no câmbio e obviamente na Dívida do Setor Público, que tem grande dificuldade de reduzir seu patamar, a despeito dos crescentes superávits fiscais que se apresentavam. Ou seja: os fundamentos "necessariamente" pioram nestas condições. A "armadilha macroeconômica" gerada pelo processo de abertura não se desmontou (Corrêa e Almeida Filho, 2002). Mesmo quando se tenta ajustar as contas através de correções via ajustes nos gastos primários públicos, estes ajustes são descartados nos momentos de fuga especulativa dos capitais.

**Gráfico 46**
**Diferencial entre o risco-Brasil medido pelo EMBI+ e o risco sugerido pelo Rating em moeda corrente estrangeira do Brasil – Fatores Marcantes: 2001/2002**




Fonte: Bloomberg News. Elaborado por BBV Banco (2002).

<u>iii) Período de melhora: novembro de 2002 a abril de 2004.</u>

A partir de dezembro de 2002 até o fim de 2003 apresenta-se um período de expansão nos mercados financeiros globais (*feast*).

**Já vimos no capítulo anterior que em novembro de 2002 os Estados Unidos reduzem a taxa de juros norte-americana, o que gera um movimento de realocação de recursos. Os capitais voltam para os países periféricos em busca de maior rentabilidade. Observa-se a reabertura dos mercados primários, que são rapidamente inundados por papéis em nível de *sub-investment grade*. Dá-se início a um novo período de abundância de recursos, que vai até o final de 2003.**

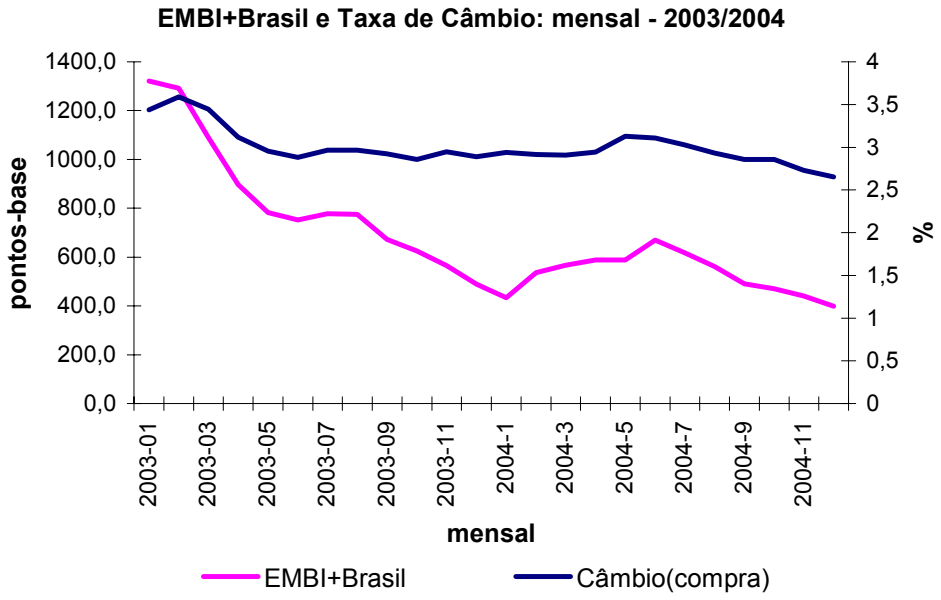
Assim, a partir de 2003 os títulos de dívida das economias emergentes começam a ter ganhos expressivos, devido as baixas taxas de juros dos países desenvolvidos e um ambiente favorecido pela volta do crescimento mundial. Farhi (2004) destaca que taxas de juros historicamente baixas constituíram poderoso incentivo à especulação nos mercados financeiros internacionais, levando os investidores a alavancar suas posições e a preencher

suas carteiras com títulos de alto rendimento, ações e *commodities*. No contexto financeiro contemporâneo, o uso da alavancagem passou a ser um componente essencial da especulação, já que permite assumir posições bastante elevadas. As baixas taxas de juros fizeram com que os especuladores tomassem empréstimos de curto prazo para aplicar em títulos de mais longo prazo ou em ativos de maior rendimento. O corolário desse peso da alavancagem é que os especuladores são levados a buscar reestruturar suas carteiras ao menor sinal de risco ou de volta das expectativas positivas.

Para o ano de 2003 as expectativas eram de baixa do risco-país dos países emergentes em geral. Conforme o trabalho acima citado (BBV, 2002) a maioria dos países emergentes havia apresentado índices EMBI+ acima dos valores "sugeridos pelo *rating*", indicando-se espaço para a queda dos índices. *"Evidentemente essa melhoria não ocorre tão rapidamente e, especificamente no ano de 2002, pois o cenário eleitoral representa uma forte restrição para que o risco ceda muito abaixo do patamar sugerido por seu rating"* (BBV, 2002:06). Por isso, a melhora real do *rating* abaixo do índice sugerido ocorre somente em 2003, pelo fato do candidato vitorioso não ter rompido com os principais pilares da economia brasileira (persistência em um ajuste fiscal, compromisso com as metas inflacionárias conjugadas com câmbio flutuante).

Assim, após a eleição e a explicitação da continuidade da política anterior, o "mercado" volta a se acalmar, trazendo a cotação do dólar para o mesmo patamar de junho de 2002. Três meses após a posse, o risco-país voltou a ficar abaixo dos 1.000 pontos-base, como pode ser observado pelo **Gráfico 47**, seguindo todo o ano de 2003 e 2004 abaixo dos 1.000 pontos-base. A partir de março há um movimento de valorização do Real (a volatilidade média em novembro havia caído para algo em torno de 10%, mas nenhuma mudança efetiva para amenizar uma futura volatilidade ocorreu) (Corrêa e Terra, 2005).

**Gráfico 47**




Fonte: BACEN.

Com a queda do risco-país e a baixa taxa de juros nos países desenvolvidos ampliaram à especulação nos mercados financeiros internacionais, levando os investidores a alavancar suas posições e a preencher suas carteiras com títulos de alto rendimento. Com isso, no segundo trimestre de 2003 os recursos retornaram. Este movimento se deve menos aos "bons fundamentos" da economia brasileira e mais a um movimento de realocação de capitais a países emergentes. O ambiente que propiciou a volta de recursos para os mercados emergentes foi a queda da taxa de juros dos títulos públicos nos Estados Unidos, estimulando os investidores a aplicar em ativos de maior rentabilidade e as expectativas da retomada do crescimento econômico mundial em 2004. Os ativos de maior rendimento se encontravam nos títulos públicos emitidos pelos países emergentes, que tiveram novamente acesso ao mercado de crédito, principalmente aqueles países emergentes, que foram excluídos do mercado por estarem no grau de "sub-investimento".

O grande volume de captações que se apresenta a partir daí (semelhante ao observado entre 1996 e 1997) se deve ao fato de que investidores internacionais aumentam suas exposições ao capital de risco (mercados emergentes, *high yields, junk bonds*). Esta forma de captação reflete justamente a questão do perfil dos investidores: o de que está fortemente vinculada a capitais essencialmente especulativos, que podem sair rapidamente.

Dois elementos são destacados por Corrêa e Terra (2005) no que tange a estas captações:

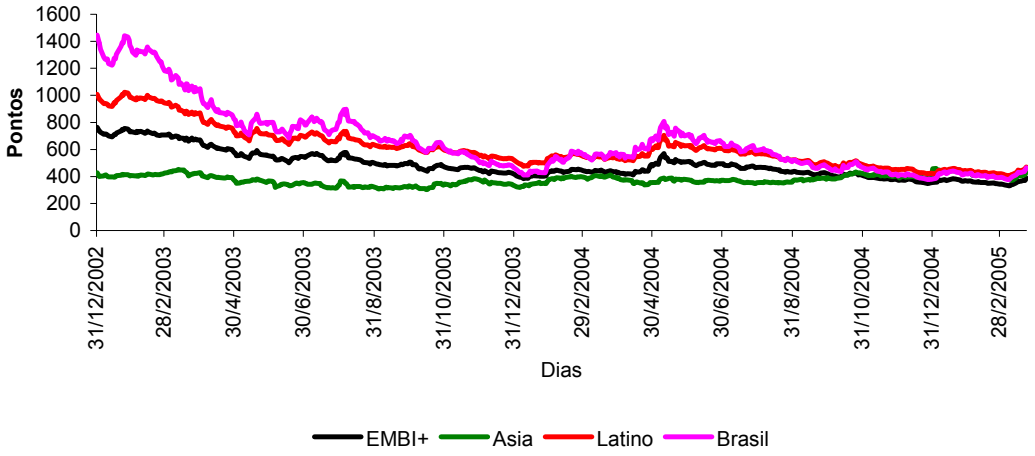
i) elas se apresentam com prazos médios menores (duração média de 27 meses);

ii) grande parte delas está vinculada a bancos. Este perfil indica uma alta vulnerabilidade para o país, pois mostram o perfil especulativo do ingresso. "*Ou seja, por um lado apresenta-se um movimento de valorização do câmbio que gera resultados positivos sobre o controle da inflação (indicando que os juros poderiam cair), mas de outro está clara a possibilidade de reversão deste movimento, a depender da estratégia do conjunto destes capitais*".

Assim, o fluxo de recursos que se apresenta mais recentemente está vinculado a um novo período de liquidez internacional, sendo que esta alta liquidez e a volta de captação de recursos pelos investidores internacionais causou uma queda dos índices de risco-país em geral (**Gráfico 48**).

**Gráfico 48**

**EMBI + Diário: Global, Asia, Latino, Brasil 2002 a 2005**




Fonte: JP Morgan

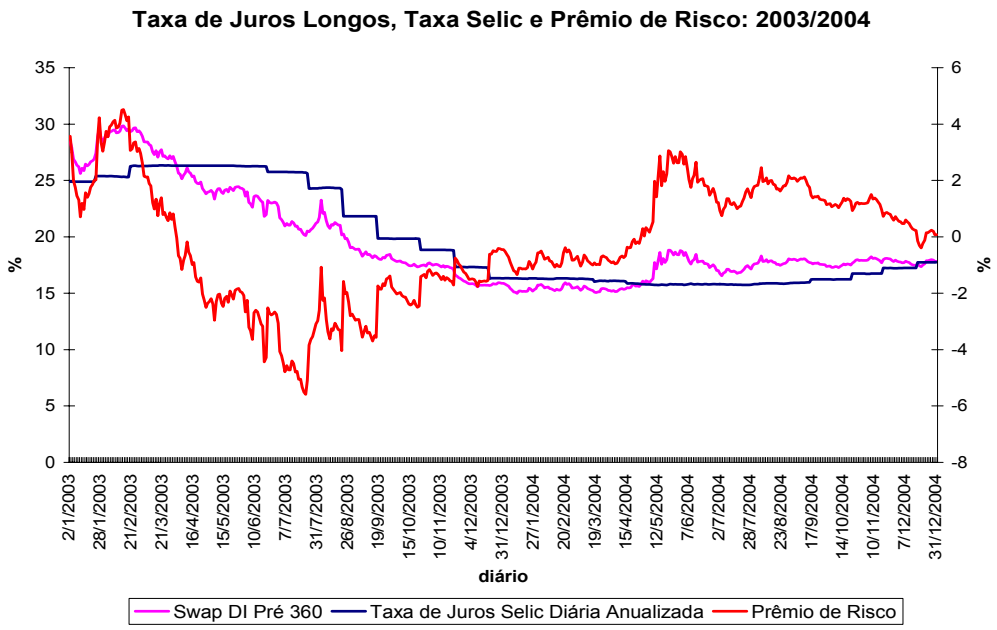
A **Tabela 12** nos mostra que no ano de 2003 a Conta Financeira ainda apresentava um pequeno saldo: US$ 5.043 milhões. Sendo que, o saldo negativo da Conta Financeira teve somente influência da conta Outros Investimentos, que apresentava em um saldo negativo de US$ -10.438 milhões, ocorridos pela grande contração dos créditos bancários (esta modalidade de obtenção de recursos tinha se reduzido sobremaneira após 2000). Por

sua vez, a Conta Investimento em Carteira se encontrava positiva, num saldo de US$ 5.308 milhões, devido à reabertura dos títulos soberanos dos países emergentes para o mercado financeiro internacional e a busca dos investidores por um prêmio de risco mais elevado.

Entre o ano de 2003 e 2004 a Política Monetária continuou sendo de ajuste dos juros às condições necessárias para o atendimento das metas de inflação, sendo possível observar a demora da queda dos juros, mesmo após a melhora dos indicadores de risco.

Analisando os **Gráficos 49 e 50** abaixo observamos que tanto o Risco-País quando o prêmio dos juros longos passam a cair em fevereiro de 2003, sendo que no caso dos juros longos apresenta-se um prêmio de risco negativo, indicando que a visualização era a de que as taxas de juros spot estavam excessivamente altas. De fato, a política de diminuição gradativa da Selic começou apenas em Julho de 2003 e vai até julho de 2004. Neste interregno os juros passam de 26,5% para 16% aa. A partir de setembro de 2004 a situação começa a se inverter e o Banco Central dá início a uma série de aumentos da taxa Selic. Vejamos o porquê.

**Gráfico 49**




Fonte: BACEN

**Gráfico 50**

**Risco-País (medidos pelo EMBI+) e o Prêmio de Risco: 2003/2004**

Fonte: BACEN

Após dois anos de elevada liquidez (2002 e 2003), uma fase de pessimismo (*feast*) volta a invadir o mercado financeiro. No final de 2003 e início de 2004 o Federal Reserve começa a indicar a possibilidade de aumento das taxas de juros norte-americanas. Os mercados financeiros começam então a trabalhar com a expectativa de alta e realocam seus portfólios, vendendo papéis dos países da América Latina e, mais uma vez, aumentando o risco-país dos mesmos. Com isso, os juros dos títulos de dívida das economias emergentes voltaram a se elevar, em particular os títulos latino-americanos, como resposta ao crescimento do prêmio de risco dos títulos soberanos emitidos por estes países.O índice EMBI+ volta a subir até meados de 2004. Ocorre, no entanto, que a partir de meados do ano o Federal Reserve aumenta os juros norte-americanos em níveis abaixo dos esperados pelo mercado, gerando a volta do apetite de risco dos investidores e o retorno paralelo dos recursos para a América Latina.

Isto gera impactos sobre o Balanço de Pagamentos: a Conta Investimento em Estrangeiro em Carteira diminuiu de US$ 5.129 milhões em 2003 para US$ -3.996 milhões em 2004. A Conta Outros Investimentos continuou em um mesmo patamar negativo de US$ -10.969 milhões, sendo que a subconta que mais contribuiu para este saldo negativo foi a Conta Empréstimos e Financiamentos Estrangeiros de Curto e Longo Prazo (US$ -10.444).

No que se refere ao movimento dos juros internos, estes não aumentam mesmo quando ocorre o aumento do risco país. Na verdade, nesta fase os prêmios relativos aos juros longos aumentaram com o aumento do EMBI+, mas estavam ainda em patamar negativo. Eles voltam a ficar em patamar positivo a partir de junho. Em seguida as taxas Selic voltam a aumentar. À medida que o Risco-País volta a cair puxado pelas condições internacionais o prêmio de risco dos juros longos também paulatinamente volta a cair. A taxa de Juros Selic, no entanto, mais uma vez resiste à baixa. Concluímos, então, que mesmo mudando a lógica de atração de recursos, a manutenção da taxa de juro real Selic em patamares elevados ainda se faz necessária, tanto para corrigir os preços, caso haja uma desvalorização do câmbio, como para atrair capitais, devido aos humores do mercado, que influenciam sobremaneira a aplicação dos investidores.

Fica claro que permanece a vulnerabilidade e os juros permanecem em altíssimos patamares, especialmente se consideramos os juros reais. O argumento daqueles que indicam a inexistência de desajustes do próprio mercado é o de que os riscos permanecem altos por conta da questão da credibilidade do país quanto á sua capacidade de pagamento de suas dívidas (Pastore e Pinotti, 2005). Esta abordagem envolve a idéia de que são os altos patamares da Dívida Líquida do Setor Público um dos elementos da explicação do alto *spread* de risco continuamente cobrado pelo país. Daí, inclusive vingar a defesa do Déficit Nominal Zero (Delfim Neto), a partir de maiores cortes nas contas públicas. A idéia de que a redução da Dívida é o foco central a ser atacado é defendida pela política econômica implantada, e são vários os trabalhos que defendem esta perspectiva (vide por exemplo: Garcia e Olivares (2000), Pastore e Pinotti (2002), Velloso(2005).

No entanto, a nossa abordagem ao longo deste trabalho foi em outra linha de argumento: a de que a abertura econômica aliada à forma de implantação inicial do Plano Real e aos mecanismos históricos de correção dos títulos públicos levam ao crescimento da

vulnerabilidade externa. A linha de argumento é a de que os fluxos financeiros seguem a dinâmica dos capitais definida primordialmente pelas políticas dos países centrais, sendo que os indicadores de “fundamentos macroeconômicos” são afetados por esta dinâmica instável, ficando de certa forma subordinados a ela.

# *CONCLUSÃO*

Iniciamos nosso estudo com a análise do referencial teórico sobre as inovações financeiras da década de 1960/1970 e seus impactos sobre a modificação dos fluxos de capitais. O intuito foi o de mostrar que a partir da década de 1960 passam a surgir inovações financeiras, que geram grande aumento de oferta de financiamento, que transborda para os mercados financeiros internacionais. O lado financeiro dos Balanços de Pagamentos passa a ditar os fluxos de recursos e sua dinâmica especulativa acaba por explicitar o potencial de extrema volatilidade dos juros e câmbio. Pretendemos com esta discussão argumentar que os acontecimentos de ajuste financeiro dos países periféricos a partir dos anos 1990 não podem se dar descolados da compreensão desta dinâmica de expansão instável de recursos.

Neste mesmo capítulo mostramos que a resposta dos mercados financeiros a instabilidade que se instaurou e que se explicitou na dificuldade de pagamento das dívidas, por parte dos países periféricos, foi a de engendrar mais uma leva de inovações financeiras. Neste contexto é que surgem os processos de securitização e desenvolvimento de mecanismos de *Hedge*. O que quisemos indicar com esta discussão foi que os ajustes dos anos 90 se fazem neste novo cenário, em que grande parte dos recursos se move via mercados de capitais e em que os grandes detentores de liquidez passam a ser os investidores institucionais.

Posto este cenário discutimos quais foram as abordagens teóricas que indicaram o viés do ajuste a ser implantado pelos países periféricos, para mostrar que a visão dominante e que direcionou as políticas implantadas foi aquela que indicou a abertura financeira, a redução do Estado e o ajuste das contas públicas como o caminho a ser percorrido.

Paralelamente, indicamos a abordagem teórica alternativa a esta interpretação, sob a perspectiva keynesiana, que é aquela que questiona tal indicação de ajuste, chamando a atenção para a questão da endogenia da instabilidade nas economias capitalistas e para o crescimento de posturas financeiras, cada vez mais especulativa. Esta visão que é a que seguimos, indica o questionamento do ajuste liberalizante.

Ou seja, nesta primeira parte do trabalho mostramos o pano de fundo dos mercados financeiros internacionais e diferentes abordagens teóricas, tratando os perfis de diagnósticos possíveis.

Também nesta primeira parte mostramos que, paralelamente ao surgimento dos mercados de *securities* e derivativos, houve um movimento no sentido de globalização do comportamento dos aplicadores. Mostramos que os investidores institucionais, como companhias de seguro, fundos de pensão, fundos mútuos passam a dominar a demanda por ativos emitidos no Mercado Internacional de Capitais.

A dominância de investidores nos mercados de capitais e a busca por aplicações diversas fez com que os países adotassem tendência à desregulamentação financeira, para que houvesse a liberdade dos movimentos de capitais, envolvendo a integração dos mercados financeiros, de capitais domésticos e *off-shore*. Não à toa, a perspectiva teórica dominante passou a ser a da liberalização financeira. Esta garante o acesso dos investidores ao conjunto de instrumentos negociados nas diversas economias e faz com que os agentes executem rapidamente as decisões de investimento e ajuste de portfólio a um custo mais baixo para a negociação das ações, aumentando o giro (*turnover*) nos mercados de ações. Este movimento permitiu que as transações na Conta Investimento em Carteira ficassem bastante vulneráveis às expectativas dos investidores internacionais.

A partir daí, na parte seguinte do trabalho mostramos que é também na esteira deste processo que surgem as Agências de Rating e os indicadores de risco, visto que a possibilidade de aplicação é tão diversa, que os agentes necessitam de instituições que lhes dêem as indicações necessárias de para onde se dirigir.

Por esta discussão então é possível perceber que esta dinâmica envolve a existência de uma hierarquia de papéis. Os investidores buscam conhecimento mínimo dos mercados a que se dirigem com o intuito de saber se há problemas de pagamento em moeda forte.

Dessa forma, como os investidores têm a possibilidade de aplicar em diferentes países, em uma multiplicidade de tipos de papéis, há a necessidade de uma instituição que faça a análise desses vários mercados. Para esta análise surgem as Agências ou instituições – privadas e públicas – de classificação (*rating*) de riscos de crédito, que se inserem na coleta e processamento de informações antes das operações. A classificação efetuada por estas Agências é um importante indicador para o direcionamento dos fluxos, sendo que

estes serão fortemente influenciados pelos resultados destes cálculos. Mais do que isso, os indicadores de risco e as classificações resultantes dos mesmos passam a ter uma importância fundamental na formação da expectativa dos agentes.

Isto posto, passamos a analisar os conceitos de Risco Soberano e Risco País, para poder analisá-los no contexto da dinâmica de ajuste dos países periféricos após os anos 1990. Mostramos que as classificações de Risco Soberanos dependem de uma série de indicadores, mas que não é possível verificar efetivamente qual é a lógica do movimento dos Ratings a partir da mera análise dos mesmos. Aliás, uma das indicações importantes destes estudos é a de que o indicador DLSP/PIB, não aparenta ter relação forte com a nota das agências. Apesar desta verificação, observamos que a nota das mesmas influencia o movimento dos agentes e é também influenciada por eles.

Mostramos então que outro indicador importante para o movimento dos capitais e que vai interferir na aplicação dos investidores nos vários títulos soberanos é o chamado risco-país, que mede a rentabilidade requerida pelos capitais sobre o título do Tesouro Americano para aplicar em papéis de um determinado país em dólar. Este indicador também é influenciado pela nota das Agências e as influencia, sendo que o principal destaque que demos neste capítulo foi o de que o movimento deste índice é influenciado pelo movimento do mercado secundário de compra e venda dos títulos soberanos – o mercado complexo dos títulos Brady. Ora, destacamos que os papéis soberanos mais líquidos (como os C-bonds), são aqueles que geram variações mais abruptas nos índices, que aparentarão estar indicando uma piora (melhora) muito maior para a nota do país. Outra questão importante resultante destas notas é que as mesmas são centrais para o direcionamento dos recursos e as taxas de juros são diretamente influenciadas por elas.

Quizemos destacar então que há um movimento auto-reforçador entre o risco-país e o risco soberano. É o que pôde ser percebido durante as crises cambiais da década de 1990. Quando o risco-país está alto, as Agências costumam rebaixar o título soberano do país, principalmente daqueles que estão situados no grau de "sub-investimento", enquanto aqueles que estão no grau de investimento, mesmo apresentando crises no Balanço de Pagamentos, as Agências não rebaixaram os títulos desses países, apresentando uma controvérsia nas análises dos determinantes que consideram mais importantes, como o risco de *default*. Ademais, destacamos também que a própria entrada de recursos diretamente no

país periférico, para aplicar em moeda local envolve esta rentabilidade mínima requerida, acrescida do risco de câmbio.

A partir daí, passamos então a analisar a forma como se deu o ajuste dos países periféricos, o movimento dos fluxos de capitais e qual foi o papel das agências neste processo. Dividimos a análise em dois períodos: o primeiro em que domina um fluxo longo de liquidez (meados da década de 1980 até 1997) e outro marcado por expansões re retrações abruptas de liquidez (após 1997). O primeiro ciclo é marcado pelo processo de liberalização efetuado por estes países, pela renegociação de suas dívidas externas e pela adoção (pela maioria deles) do regime de câmbio controlado. Já o segundo ciclo é aquele que vem após as crises cambiais dos países periféricos mais importantes e em que os mesmos passam majoritariamente a adotar o regime de câmbio flutuante, sem voltar atrás na perspectiva da abertura financeira.

A partir da análise do contexto das recentes crises financeiras, muitos questionamentos puderam ser feitos quanto à concepção que domina as Agências e também quanto à possibilidade de estar protegido contra a vulnerabilidade externa.

No que tange à primeira fase, mostramos como os *ratings* da Tailândia, Coréia e Indonésia falharam em capturar o risco associado às crises financeiras que se avizinhavam, mesmo que estas economias não tivessem entrado em nível de *default*. De fato, observou-se que estes países estavam no avizinhamento das crises classificadas no nível de *Investment Grade*. Mostramos, ademais como a perspectiva das notas das agências e do movimento do risco país acaba por gerar um movimento de contágio, que não necessariamente tem a ver com os "bons fundamentos". No caso da Rússia e do Brasil a nota em si já estaria indicando a possibilidade de crise, uma vez que esta parte, desde o início da montagem dos "*grades*", do nível de *sub-investment*. Ora, esta divergência em si, já nos leva a questionar os próprios índices como indicadores de mercado. Primeiro; como é possível que países como os asiáticos, que já apresentavam problemas sérios de balanço de pagamentos, se mantivessem no nível de *Investment Grade*? Conforme visto em nosso trabalho, o histórico de *default*, muito mais do que os indicadores em si definiram o nível inicial da classificação dos países periféricos.

Segundo; o que ficou claro também com as crises foi que os *ratings* não são bons indicadores de estabilidade, para o caso de países periféricos. Na verdade, se estabelece

uma inter-relação perversa, pois estas notas influenciam sobremaneira os aplicadores. Ademais, outro fato grave é o de que as agências não têm, de fato, qualquer compromisso com as conseqüências de seus movimentos. O que fica claro, por outro lado, é que os *grades*, contrariamente ao que é teoricamente levantado são essencialmente influenciados por movimentos de curto prazo, ainda que variem menos que o risco país.

Ainda que, por vezes, não sejam estas notas que causam o movimento de corrida contra um país, seus ajustes provocam um movimento de manada muito mais intenso sobre os capitais de curto prazo. Os estudos que analisamos mostram que as considerações das agências de rating sobre um determinado país periférico (mesmo quando não mudam suas notas e apenas definem um viés) gera impactos sobre os *spreads* de títulos soberanos dos países periféricos em geral, especialmente dos que estão em nível de *sub-investment grade* e têm seus papéis como os primeiros a serem vendidos em caso de uma piora de expectativas.

Além dessas conclusões, observamos também que os fluxos são determinados principalmente pelo ciclo econômico dos países centrais e por suas políticas monetárias, sendo que a principal política a influenciar é a dos Estados Unidos; emissor da moeda-chave do Sistema Financeiro Internacional. Assim, as decisões de aplicação e resgate dos investidores estão vinculadas a dois tipos de questões: a questão exógena aos países receptores dos recursos e à lógica especulativa.

Diante disso, nos momentos de expansão do ciclo financeiro, em que há grande oferta de liquidez, ocorre um movimento de redução da aversão ao risco e parte dos detentores de riqueza incorporam ativos mais arriscados em suas carteiras, como os dos mercados emergentes. Isto ocorre, desde que os papéis apresentados ofereçam um potencial de rentabilidade maior do que os que são oferecidos pelos papéis de menor risco.

Por outro lado, nos momentos de reversão do ciclo, de mudanças na política monetária no centro, ou de variação de expectativas frente a um determinado país, pode ocorrer uma súbita onda de vendas em massa, que sempre se inicia pelos ativos mais arriscados, especialmente os dos países periféricos classificados como "*sub investment grade*" pelas Agências Classificadoras de Risco Soberano.

A partir desta consideração, observamos que mesmo após a adoção do câmbio flutuante esta problemática da instabilidade dos fluxos de capitais para os países periféricos

não se desmonta, mesmo quando estes tentam melhorar seus "fundamentos". Analisando o período 1999/2004 verifica-se que os movimentos do risco-país e das notas das agências continuam sofrendo variações influenciadas primordialmente pelos movimentos especulativos e não pelo movimento dos fundamentos econômicos ou dos juros internos. Por outro lado, permanece a armadilha macroeconômica do baixo crescimento, porque os juros precisam permanecer altos para conter a inflação, e também para manter os capitais nos momentos de fuga, principalmente em países emergentes, que possuem seus títulos soberanos classificados no grau de "sub-investimento".

Por fim fizemos um estudo mais detalhado para o caso do Brasil, tentando explicitar esta dinâmica. Utilizamos a mesma periodização adotada, destacando que na primeira fase o país trabalhou com um ajuste direto entre risco país, risco de câmbio e juros, sendo que esta articulação exigiu a oferta de juros internos muito altos. O destaque foi para o fato de que esta dinâmica, por si só gerava uma armadilha que impactava negativamente sobre os chamados "fundamentos". Geravam-se impactos negativos sobre as contas externas e sobre as contas públicas de uma forma completamente articulada à dinâmica da atração dos capitais.

No caso do segundo período, também articulamos esta discussão à dinâmica de atração dos capitais e ao fato de que estes fluxos continuam dependentes da política dos países contrais. Mostramos que a dinâmica dos juros internos não se descola deste movimento. Mostramos que permanecem os elementos que geram a vulnerabilidade das contas externas e das contas públicas de uma forma inexoravelmente ligada à lógica especulativa dos capitais e que as Agências de *Rating* ratificam.

## *REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS*

ALDRIGHI, D. M. (1997). **Financiamento e desenvolvimento econômico: teorias e experiências coreana**. São Paulo: IPE/USP.

ALÉM, A.C.D. (1996). **Abertura Comercial e Financeira no México nos anos 80: uma avaliação crítica.** IEI/UFRJ, mar. Tese de Mestrado.

ARIYOSHI, A., HABERMEIER, K., LAURENS, B., ÓTKER-ROBE, I., CANALES-KRILJENKO, J.I. and KIRILENKO, A. (2000). **Capital Controls: Countries Experiences with the Use and Liberalization.** IMF Occasional Paper n° 190. Washington, D.C.

BAER, M. (1993). **O Rumo Perdido: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (1997). Boletim do Banco Central: Várias séries. Disponível em www.bcb.gov.br

BARROS, O. (1993). **Oportunidades abertas para o Brasil face aos fluxos globais de investimento de risco e de capitais financeiros nos anos 90**. Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira, Consórcio IE/UnicampiIEI.UFRJ-FDC-Funcex. (nota técnica temática do bloco "Condicionantes Internacionais da Competitividade).

BBV BANCO (2002) **Porque a melhora do risco Brasil é a maior prioridade da política econômica?** Área de Pesquisa e Estudos Macroeconômicos do Brasil. Comentário Semanal, 08 de Março. Disponível em www.bbvbanco.com.br.

BEKAERT, G; HARVEY, C. (2003). **Emergind Markets Finance,** National Bureau of Economic Research (NBER), in: Journal of Empirical Finance 10 (2003) 3-55. Cambridge, MA.

BEKAERT, G. and HARVEY, C. (1999). **Chronology of Economic, Political, and Financial Events in Emerging Markets.** www.duke.edu/~charvey/country_risk/chronology.

BIS (2003). **73° Informe Anua**l – 1 de Abril de 2002 à 31 de Março de 2003. Basiléia, 30 de Junho.

BHATIA, A. V. (2002). **Sovereign Credit Ratings Methodology: an Evaluation**. IMF Working Paper, Treasurer's Department.

CALVO, G. A., LEIDERMAN L. AND REINHART C. M. (1993). **Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The role of external factors**. Staff Papers, v 40, n. 1, FMI, Março.

CALVO, G. A., LEIDERMAN L. AND REINHART C. M. (1999). **Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America**. FMI Staff Papers. 40 (1). Washington, D.C.: IMF, Março.

CAMBA (1998)

CANO, W. (2000). **Soberania e Política Econômica na América Latina.** São Paulo, Editora UNESP.

CANTOR, R. e PARKER, F. (1996). Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings. Economic Policy Review, Federal. **Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings**. Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, vol. 2(October).

CANUTO, O. e FONSECA, P. P. S. (2003). **Risco Soberano e Prêmios de Risco nas Economias Emergentes**. Ministério da Fazendo. Temas de Economia Internacional, Brasília, Outubro.

CANUTO, O. (2002). **Em busca do Santo Graal de Investimento – Quer declare ou não, Novo governo tentará Mover o País para o grau de Investimento nos Ratings**. Publicado pelo Jornal O Estado de São Paulo em 08 de Julho. Disponível em: www.eco.unicamp.br/artingos/artigo257.htm

CANUTO, O (2002). **Risco: ajuste de portfólio?** Conjuntura Econômica, FGV-RJ, Jul.

CARDOSO, E. (2001) "A Crise Monetária no Brasil: Migrando da Âncora Cambial para o Regime Flexível". In **REP** 21(3), pp 146-167.

CERQUEIRA (1997). **Histórico – Negociações com Credores Privados**. Banco Central do Brasil: Dívida Externa Brasileira.

CARDIM DE CARVALHO, F. (1993). **Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa**. Revista de Economia Política, vol 18, nº 3.

CARDIM DE CARVALHO E SICSÚ, J. (2002). **Controvérsias recentes sobre controles de capitais**. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

CARCANHOLO, M.D. (2002). **Abertura Externa e Liberalização Financeira: impactos sobre o crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90.** Teses e Dissertações. UFU, Uberlândia, MG.

CARCANHOLO, M. D. e PAINCEIRA, J. P. P. (2004). **A Ortodoxia Neo-Companheira: vulnerabilidade externa, política econômica e determinação dos fluxos de capitais**. In Anais econômico da SEP.

CARDOSO, E. e GOLDFAJN, I (1998). **Capital Flows to Brazil: the endogeneity of the capital controls**. IMF Working Papers, 115. Washington, D.C.

CINTRA, M. A. M. & FARHI, M. (2003). **Os limites da inserção internacional dos países emergentes no limiar do século XXI**, *Ensaios FEE*, Vol. 24, No. 2.Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser, p. 351-402.

CORRÊA, V. P. (1996). **A Estrutura de Financiamento Brasileira e a Oferta de Financiamento de Longo Prazo ao Investimento**. Campinas, SP. Tese de Doutorado, IE/ UNICAMP.

CORRÊA, V. P. & ALMEIDA FILHO, N. (2002).**Engrenagem Macroeconômica Global: Inserção Subordinada e Custos de Reversão para a Economia Brasileira**. In: VII Encontro Nacional de Economia Política, 2002, Curitiba. Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política, 2002. v. 1. p. 1.

CORRÊA, V. P. (2004) **Os determinantes do Déficit Público pós Plano Real – o peso da componente financeira.** Trabalho apresentado no Encontro Nacional de Economistas, ANPEC – Nordeste, Dez.

CORRÊA, V. P. e Terra, F. (2005). **Abertura financeira e perfil do déficit público brasileiro – a correlação inexorável.** Trabalho apresentado na ANPEC.

COUTINHO (1999)

DAVISON, P. (1998). **The case for regulatin international capital flows**. Trabalho apresentado ao Seminário sobre a regulação dos Movimentos de capitais, Social Market Foundation, Londres. Novembro.

DEBELLE, G. (1997). **Inflation Targeting in Practice**. IMF Working Paper, nº 35, March.

DE PAULA, L. F. R. (2002). **Controles de Capitais: Lições para o Brasil**. Paper da Fundação Konrad Adenauer. Novembro.

DORNBUCH, R. (1998). **Capital Controls: in idea whose time is past**. Essays em International Finance, n 207, Princeton.

DRAZEN, A. & MASSON, P. (1994). **"Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers"**, The Quarterly Journal of Economics**,** August, pp. 735-54.

FARHI, M. (2004). **As Economias Emergentes e os Ciclos de Liquidez**. Boletim Política Econômica Em Foco, Campinas - SP, v. 3, p. 25-34.

FERREIRA, C. K. L. e FREITAS, M. C. P. (1990). **Mercado Internacional de Crédito e Inovações Financeiras**. Estudos de Economia do Setor Público, nº 1. São Paulo: IESP/FUNDAP.

FITCH RATINGS (1998). **Sovereign Rating Methodology**. Nova York: Fitch Ratings, ago. 1998. 16p(Criteria Report).Disponível, mediante registro gratuito, em: http://www.fitchratings.com/.

FISCHER, S. (1998). **Capital Account liberalization and the role of the IMF**. Essays in International Finance, n 207, Princeton.

FRANKEL, J. A. (1991). "Quantifying International capital mobility in the 1980´s". in Bernheim, B. D. & Shovers, J. B. eds**, National saving and economic performance**, National Bureau of economic Research, Chicago: The Universitiy of Chicago Press.

FOLHA ONLINE DINHEIRO (2004). **Saiba mais como é feito o cálculo do risco-país**. 12 de Dezembro. Disponível em: www.folha.uol.com.br/folha/dinheiro

FMI - International Monetary Fund (1993). **Balance of Payments**, 5th ed. – Washington, DC, USA

FMI (1999). World Economic Outlook: **A Survy by Staff of the International Monetary Fund**, World Economic and Financial Survysn (Washington, December).

FMI (2002). Sovereign **Debt Restructurings and the Local Economy Experience em Four recent Cases**( Policy Development and Review Departatment: February 21). Disponível via: http://www.imf.org

FMI (2003). **Global Financial Stability**. Washington D. C.: International Monetary Fund. Março.

FMI (2004). **World Economic Outlook**. Washington D. C.: International Monetary Fund. Abril.

FREITAS, M.C.P. & PRATES, D. M. (1998). **Abertura Financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México**. In Economia e Sociedade, Vol. 11, Dezembro, pp. 173-98.

FANELLI, J., MACHINEA, J. (1997). O movimento de capitais na Argentina. In: FFrench-Davis, R., Griffith-Jones, S. (Org). **Os fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, pg 78-112.

GARCIA, M. G. P. (1997). **A Macroeconomia do Dólar Futuro**. Departamento de Economia – PUC/Rio de Janeiro. Junho

GARCIA, M. G. P., De PAULA, A. N. e BEVILAQUA, A. S. (2000). **Prêmio de Risco e Políticas Monetárias em Países Latino-Americanas durante as Recentes Crises Internacionais**. Departamento de Economia da Pontifícia Univerdidade Católica do Rio de Janeiro (PUC). Agosto.

GARCIA, M.G.P. & DIDIER, T. (2000). **Taxa de Juros, Risco Cambial e Risco Brasil**. Rio de Janeiro. Texto para discussão, PUC/Rio no 409.

GARCIA, M. G. P. & OLIVARES, L.G.A. (2000) **O Prêmio de Risco da Taxa de Câmbio no Brasil durante o Plano Real**. Texto para discussão PUC/Rio No 409

GIAMBIAGI, F. e ALÉM, A.C. (1996) "Déficit Fiscal e Dívida Pública no Brasil: uma abordagem pragmática". In KILSZTAJN, S. (org.**) Déficit e Dívida Pública.** Cadernos PUC Economia, São Paulo.

GOLDMAN-SACHS (2.000). **Global Economic Paper no** 45, june.

GOODHART, C. (1994). "**What Should Central Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?"** The Economic Journal**,** nº 104, November, pp.1424 – 36.

GLOBALINVEST (2003). Relatório sobre os Juros da Política de Banda Cambial ao Sistema de Metas de Inflação, Maio. In: www.globalinvest.com.br, Curitiba, PR.

GLOBALINVEST (2003). Relatório Especial: Qual o cenário para o C-Bond, Junho. In: www.globalinvest.com.br, Curitiba, PR.

GRIFTH-JONES, S., SUNKEL, O. (1990). **O fim de uma Ilusão: as crises da dívida e do desenvolvimento na América Latina**. São Paulo: Brasiliense.

GRIFITH-JONES, S. (1996). **La Crise Del Peso Mexicano**. Revista de la Cepal, 60, Dezembro: 151-170.

GURRIÁ, J. A. (1994). **Flujos de Capital: el caso do Mexico**. Cepal (Série do Financiamento del Desarrollo, 27).

HAMBERGER, P. (2005). **Os efeitos da Abertura Financeira nos anos 90: Uma Comparação entre Países Emergentes**. IE/UFU. Tese de Mestrado.

JP MORGAN (2003). Índices. Disponível em: www.jpmorgan.com/cgi-bin/índices

JP MORGAN (2004). **EMBI Global and EMBI Global Diversified: Rules and Methodology**. New York, Dezembro.

JP MORGAN (1995). **Introduction to the J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI)**. New York, 24 de Fevereiro.

JOHNSTON, R. B., TAMERISA, N. (1998). **Why do countries use capital controls?** IMF WP/98/181.

JUTTNER, J. D. E MACCARTHY, J. (1998). **Modeling a Ratings Crisis** (unpublished; Sydney, Australia: Macquarie University).

KAMINSKY, G.L. and SCHMUKLER, S.L. (2003). **Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization**, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 9787.

KEYNES, J. M. (1971). **Alternatives Theories of the Rate of Interest**. The Colected Writtings of John Maynard Keynes, (CWJMK), vol. XIV, pág 206 a 2015. Londres: Royal Economic Society.

KEYNES, J. M. (1973). The general theory of employment, em Moggridge (ed), **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol 14, Londres: MacMillan.

KREGEL, J. (1980). **Markets and institutions as features of a capitalistic production system**. Journal of Post Keynesian Economics, 3(1).

KREGEL, J. (1994) **Capital Flows: Globalization of production and financing development**. Unctad Review.

LEVINE, R., EDISON, H., RICCI, L., SLOK,T. (2002). **International financial integration and economic grow**. IMF WP/202/145.

LÓPEZ-MEJÍA, A. (1999). **Large Capital Flows: A survey of the Causes, Consequences ande Policy Responses**. IMF Working Paper, Fevereiro.

MEDEIROS, C.A. (1998). "Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina", em: TAVARES, M.C. & FIORI, J.L. (Org.) **Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização.** Petrópolis, Ed. Vozes**.**

McKINNON, R.I. (1973). **Money and Capital in Economic Development,** Washigton D.C.: Brookings Institution.

MINSKY, H. (1986). **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press.

MINSKY, H. (1980). **Money, financial markets, and the conherence of a merket economiy**. Journal of Post Keynesian Economics, 3(1).

MONTIEL, P. E REINHART, C. M. (1999). **Do Capitals Controls and Macroeconomics Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1999s**. NBER Working Paper Series, Março.

MOODY'S INVESTORS SERVICE (1999a). **Introdução aos *Ratings* da Moody's**. Nova York: Moody's Investors Services, mai, 19p (Comentário Especial).

MOODY'S INVESTORS SERVICE (1999b). **Opening the Black Box: The Rating Committee Process at Moody's**, jul. 8p. (Rating Methodology).Disponível para assinantes em: http://www.moodys.com/.

MOODY'S INVESTORS SERVICE (2002a). **The Bond Rating Process: A Progress Report**. Nova York: Moody's Investors Services, fev.. 4p. (Rating Methodology). Disponível, mediante registro gratuito, em: http://www.moodys.com/.

MOODY'S INVESTORS SERVICE (2002b). **Understanding Moody's Corporate Bond Ratings and Rating Process**. Nova York: Moody's Investors Services, mai.. 15p. (Rating Methodology). Disponível, mediante registro gratuito, em: http://www.moodys.com/.

MOODY'S INVESTORS SERVICE (2003). **Moody's Statistical Handbook**. Nova York, abr. Disponível, mediante registro gratuito, em: http://www.moodys.com/.

NEELY, C. (1999). **An Introduction to Capital Controls**. St Louis Federal Reserve Bank Review, 81 (6), nov/dez.

PASCHÔA, J.P.P. (2001). **Atualidade da Hipótese de Instabilidade Financeira e a Crise da Coréia do Sul de 1997.** Dissertação de Mestrado, IE-UFRJ, março.

PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. (2000). **Globalização, Fluxo de Capitais e Regimes Cambiais: reflexões sobre o Brasil**. Mimeo.

PASTORE, A. C. e PINOTTI, M.C. (2002) **A Capacidade de Crescer e as Políticas Macroeconômicas**. Estudos e Pesquisas nº18, XIV Fórum Nacional, BNDES, Rio de Janeiro.

PRATES, D. M. (1997). **Abertura financeira e Vulnerabilidade Externa. A Economia Brasileira na década de 90**. Campinas: IE/UNUCAMP (Dissertação de Mestrado).

PRATES, D. E FARHI M. (2004). **Economias Emergentes e os ciclos de liquidez**. Apresentação de Trabalho/Seminário.

PLIHON, D. (1995). "**A ascensão das finanças especulativas**", in Economia e Sociedade, nº 5, Campinas, Unicamp.

REVISTA VOCÊ/S. A (2002). **O que é risco país e qual a sua influência**. Por Elaine Restier, em 26 de Novembro.

REISEN H. e VON MALTZAN J. (1999). **Boom and Bust and Sovereign Ratings.** International Finance, forthcoming.

RIGOLON, F e GIAMBIAGI, F (1999) **A Atuação do Banco Central em uma Economia Estabilizada: é desejável adotar metas inflacionárias?** In REP 19(3), pp 3-22.

ROGOFF, Kenneth (1997). "**Inflation Targeting: Some Extensions**", National Bureau of Economic Research (NEBR), Working Paper Series, nº 5952, Cambridge, MA, EUA, March, 43 p.

SHAW, E. (1973). **Financial Deepening in Economic Development,** N.Y., Oxford University Press.

STANDART & POOR'S (2002 a 2005). Várias séries. Disponível em: www.standartandpoors.com/RatingsActions/RatingLists/Sovereign

STANDARD AND POOR'S (1998). **Sovereign Credit Ratings: A Primer**. Nova York: Standard and Poor's, dez. 1998. 8p (Criteria).

STANDARD AND POOR'S (2002). **Sovereign Credit Ratings: A Primer**. Nova York: Standard and Poor's, abr. 2002b. 21p. (Standard and Poor's Research). Reimpresso de Ratings Direct.

STIGLITZ, J. (1996). **Whither Socialism?** Cambirdge: Mit Press.

STIGLITZ, J.E. (2000). **What I learned at the World Economic Crisis**, The New Republic, April 17, pp. 56-60.

STIGLITZ, J. (2001). **Globalization and its discontents**. New York: Norton.

STUDART, R. (1993)**. O Sistema Financeiro e o Financiamento do Desenvolvimento: uma alternativa pós-Keynesiana à visão convencional**. Revista de Economia Política, vol 13, nº 1. São Paulo: Ed. Nobel.

TAYLOR, L. (1998). La Apertura Económica: problemas hasta fines del siglo. *El Trimestre Econômico,* v. LV (1), nº 217, enero-marzo, 67-174.

TURNER, P. (1991). **Capital Flows in the 1980s: a survey of major trends**. Bis, Apri. (Economic Papers, 30).