

ANTONIO FELIPE OLIVEIRA RODRIGUES

**A INFLUÊNCIA DO RISCO-PAÍS NO FLUXO DE CAPITAL LÍQUIDO
ESTRANGEIRO PARA O BRASIL DURANTE O PERÍODO DE 1999 A 2005**

FLORIANÓPOLIS - SC

2006

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**A INFLUÊNCIA DO RISCO-PAÍS NO FLUXO DE CAPITAL LÍQUIDO
ESTRANGEIRO PARA O BRASIL DURANTE O PERÍODO DE 1999 A 2005**

ANTONIO FELIPE OLIVEIRA RODRIGUES

Florianópolis (SC)

2006

ANTONIO FELIPE OLIVEIRA RODRIGUES

**A INFLUÊNCIA DO RISCO-PAÍS NO FLUXO DE CAPITAL LÍQUIDO
ESTRANGEIRO PARA O BRASIL DURANTE O PERÍODO DE 1999 A 2005**

**Monografia apresentada ao
Departamento de economia da
Universidade Federal de Santa
Catarina para a obtenção do título de
Bacharel em ciências econômicas.
Orientador Profº Drº Roberto
Meurer.**

FLORIANÓPOLIS (SC)

2006

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota _____ ao aluno **Antonio Felipe Oliveira Rodrigues** na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Roberto Meurer
Presidente

Prof. Fernando Seabra
Membro 1

Prof. Eraldo Sérgio Barbosa da Silva
Membro 2

“Uma das características dos países subdesenvolvidos é a contínua busca de bodes expiatórios para explicar as frustrações internas. A demonologia torna-se um esporte natural para explicar a pobreza. É difícil reconhecer que a culpa está em nós mesmos e não nos demônios”.

Roberto Campos

AGRADECIMENTOS

Fica difícil agradecer quando se tem tantos momentos bons ao longo destes cinco anos de graduação. São várias pessoas que já passaram por mim e trouxeram apoio, descontração, amizade, enfim, o necessário para se manter firme nessa caminhada. Entretanto fica aqui meus agradecimentos a todas estas pessoas, em especial àquelas que me trazem grandes momentos de alegria assim como àquelas que eu posso contar com as mesmas para tudo. Essas sim eu valorizo, e muito.

Com relação à monografia, agradeço primeiramente aos meus pais, minha irmã, minha vó e minha família pelo incondicional apoio.

Ao meu orientador, Roberto Meurer, por este ter depositado sua confiança em mim, e principalmente, pela sua maior virtude: a paciência.

Por último, agradeço, e muito, aos meus amigos: Jenifer Galafassi, César Casulari, Michelle Mattos, Leonardo Dias, Flávio Carneiro e Cyro Garcez; pois afinal, a monografia é de vocês!

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	10
LISTA DE TABELAS	11
LISTA DE SIGLAS	12
RESUMO	13
CAPÍTULO I	14
1. INTRODUÇÃO	14
1.1. Contextualização: O Problema e sua Relevância	14
1.2. OBJETIVOS	16
1.2.1. Geral	16
1.2.2. Específicos	16
1.3 Metodologia	17
CAPÍTULO II	19
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1. A Oferta de Títulos e o Consenso de Washington	19
2.2. A Composição da Dívida Pública	23
2.3. A Demanda por Títulos	26
2.4. A Inovação Financeira dos <i>Commercial Papers</i>	28
CAPÍTULO III	29
3. ABORDAGENS TEÓRICAS E DEFINIÇÃO DE RISCO PAÍS	29
3.1. Teoria da escolha de ativos e o processo de tomada de decisão	29
3.2. Relação Entre Risco e Retorno	31
3.3. Definição e nomenclatura da classificação de risco	32

CAPÍTULO IV	38
4. CONJUNTURA ECONÔMICA	38
4.1 Da Primeira Fase do Plano Real ao ano de 1999	38
4.2. O Crescimento do ano 2000	41
4.3. A Crise de 2001	43
4.4. 2002 e a Aversão ao Risco	44
4.5. O Compromisso com a Estabilidade em 2003	46
4.6. O Cenário Favorável de 2004	48
4.7. O Primeiro Semestre de 2005	49
4.8.Considerações Finais Sobre o Capítulo	50
CAPÍTULO V	52
5. INFERÊNCIA ESTATÍSTICA	52
5.1. Variáveis Correlacionadas	52
5.2. Coeficiente de Correlação	54
5.3. A Construção do Coeficiente de Correlação	55
5.4. O Resultado Obtido: Principais Fatores	59
CAPÍTULO VI	62
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	62
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	65

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Gráfico da Dívida Externa Pública Líquida	25
Figura 2 - Gráfico da Dívida Externa Privada Líquida	26
Figura 3 – Gráfico do Risco-País Trimestral	45
Figura 4 – Gráfico das Taxas de juros nos EUA	47
Figura 5 – Gráfico do Saldo das Contas Externas	51
Figura 6 – Gráfico do Fluxo de Entrada de Capitais de 1999 a 2005	53
Figura 7 - Comportamento dos Gráficos de Correlação Linear	55
Figura 8 – Gráfico de Correlação Entre <i>Spread</i> do C-Bond e <i>Notes e Commercial Papers</i> .	57
Figura 9 – Gráfico de Correlação Entre <i>Spread</i> do C-Bond e os Bônus de Longo Prazo .	58
Figura 10 – Gráfico de Correlação Entre <i>Spread</i> do C-Bond e Investimento Estrangeiro..	59

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Investimento Estrangeiro Direto de 1999 a 2005	41
Tabela 2 – Índice de Correlação de <i>Pearson</i>	48

LISTA DE SIGLAS

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

BACEN – Banco Central do Brasil

BC – Banco Central

BIS – Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements*)

COPOM – Comitê de Política Monetária

FMI – Fundo Monetário Internacional

IED – Investimento Estrangeiro Direto

IE *portfólio* – Investimento Estrangeiro em carteira

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

PIB – Produto Interno Bruto

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

RESUMO

Este presente trabalho consiste em verificar através do programa *Statistics*, se existe ou não uma correlação estatisticamente significativa entre o endividamento através da emissão de títulos públicos e privados emitidos no exterior – bônus de longo prazo e *notes e commercial papers*, respectivamente – e o índice que onera tais emissões – o risco-país – representado no trabalho pelo *spread* entre o C-bond e título do Tesouro americano. Ademais, pretende-se antes demonstrar como se é mensurado tal risco que está atrelado a composição da dívida, a teoria envolvendo títulos e a razão de sua emissão, assim como correntes de pensamento da política econômica que influenciam a política de financiamento. Também será analisado o comportamento das contas externas brasileiras no período recente, e como estas, somado ao crescimento mundial, proporcionaram um cenário econômico para mudanças na composição da dívida pública brasileira.

Palavras-chave: Bônus de Longo Prazo, Dívida Externa, Investimento Estrangeiro Direto, *Notes e Commercial Papers*, Risco-País.

CAPÍTULO I

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização: O Problema e sua Relevância:

Na década de 90, após tentativas frustradas de obter um desenvolvimento sólido nos anos anteriores, o Brasil passa por reformas em sua economia, e desta forma passa a participar mais ativamente do sistema financeiro internacional. Somadas essas reformas à nova ordem mundial de mercados globalizados e acordos de reestruturação da dívida firmados com a comunidade internacional, têm-se um fluxo crescente de mercadorias e de capital ao mercado brasileiro.

O sistema financeiro internacional tem a função de, sob a forma mais eficiente possível, elaborar o processo de produção e distribuição da economia como um todo, maximizando desta forma, a capacidade e ganhos do comércio mundial, de acordo com a divisão internacional do trabalho. (CHACHOLIADES, 1990).

O Brasil possui, se comparado aos demais países em desenvolvimento, uma baixa taxa de poupança. Os tigres asiáticos e a China, que vêm crescendo, em média, 8% ao ano, têm taxas de poupança da ordem de 30% a 35% do PIB, enquanto a brasileira em 2003 foi da ordem de 19,15%, já tendo sido de 24% no final dos anos 60 e início dos anos 70, quando a economia vinha crescendo a taxas mais elevadas que as atuais. (MINISTERIO DA FAZENDA, 2004).

Esta deficiência, somada ao déficit em transações correntes, leva os agentes econômicos a obter no exterior os recursos necessários para produzir os bens desejados e

desta forma, manter a economia em um equilíbrio entre oferta e demanda. Este é o motivo da entrada de capital externo no país, utilizado para manter o balanço de pagamentos equilibrado com um fluxo elevado de mercadorias importadas, como máquinas e equipamentos, fundamentais para elevar a capacidade de produção industrial no período posterior. Além disso, o montante é utilizado para assumir o lugar das insuficientes poupanças domésticas. Segundo Feldstein e Horioka, os mercados de capitais internacionais funcionando normalmente permitem que as taxas domésticas de investimento dos países sejam distintas de sua taxa de poupança.

Em momentos de crise externa de restrição à liquidez, a percepção de risco dos agentes que fazem empréstimos de recursos aos países em desenvolvimento se eleva, tornando mais oneroso para devedores buscarem crédito neste período, quando os indicadores de risco estão muito voláteis. O inverso é verdadeiro. Desta forma, oscilações dos indicadores de risco levam a variação na entrada líquida de capitais ao país (oferta de moeda estrangeira), o que contribui para facilitar ou restringir a entrada de moeda estrangeira. (BANCO CENTRAL, 2004).

Vê-se então uma mudança positiva da visão mundial em relação ao Brasil desde o Plano Real, o que possibilitou aos agentes econômicos nacionais diversificar seu leque de captação de recursos no exterior. Se for considerado o fluxo financeiro constante existente desde então, e tendo a premissa de que os investidores, no caso estrangeiros, sempre procuram maximizar seus ganhos, os ativos brasileiros possuem uma relação risco-rentabilidade favorável. Porém, ao longo destes doze anos de Plano Real, os títulos de renda fixa brasileiros negociados no exterior, emitidos tanto pelo governo quanto por empresas residentes, sofrem uma grande sensibilidade a variáveis de percepção de risco e de inadimplência dos agentes econômicos, fato que leva os formuladores de política

econômica a atuar de maneira intervencionista no mercado para, na maioria dos casos, garantirem a estabilidade das contas externas.

Portanto, de acordo com as premissas de que emissores de títulos procuram sempre minimizar seus gastos na emissão - que de fato ocorre com a redução do risco-país - e que investidores buscam sempre uma relação de risco-rentabilidade favorável, espera-se uma correlação negativa entre a medida de risco e a procura por financiamento no exterior, isto é redução do primeiro leva a uma elevação do segundo. Isto considerando que tal instrumento financeiro se comporta de acordo as leis de oferta e demanda. É nesse contexto que é inserido o presente trabalho. Será realizado, portanto, o teste estatístico de correlação entre a variável risco-país, representada pelo *spread* do C-Bond, e as variáveis de entrada e saída de capitais: investimento estrangeiro direto, bônus de longo prazo e *notes* e *commercial papers* negociados no exterior.

1.2. Objetivos

1.2.1. Geral

Verificar o índice de correlação existente entre o risco-país e as variações do fluxo de capital via bônus de longo prazo, *notes* e *commercial papers* e investimento estrangeiro direto líquido, do período de outubro de 1999 a junho de 2005.

1.2.2. Específicos

- Compreender o papel dos títulos na economia e as teorias econômicas que o envolvem.
- Apresentar o papel do risco na teoria de escolha de ativos.

- Examinar o comportamento da conta financeira do Brasil no período e os principais dados econômicos.

- Correlacionar o risco-país com a variação do fluxo de entrada de capitais pela negociação de títulos de renda fixa.

- Verificar se o ingresso de recursos via investimento estrangeiro direto se comporta de forma semelhante à entrada via emissão de papéis no exterior.

1.3. Metodologia

A pesquisa terá como natureza de estudo a forma quantitativa, e a metodologia baseada na forma indutiva, utilizando-se da análise particular de gráficos e de correlações entre o risco país e p fluxo de capital estrangeiro pelo item títulos de renda fixa para alcançar uma definição ampla sobre a questão levantada. Quanto ao procedimento técnico, partir-se-á de uma pesquisa bibliográfica de relatórios do Banco Central do Brasil (BACEN), juntamente com obras publicadas por economistas e em livros com temas sobre finanças públicas e economia internacional. Os dados secundários serão principalmente encontrados publicamente nos sites: www.bacen.gov.br e www.ipeadata.gov.br e em livros especializados no tema.

O estudo se caracteriza, primeiramente, pela busca explicativa dos fatores macroeconômicos que determinam a oscilação da entrada de investimentos estrangeiros em portfólio. A outra parte do estudo terá o objetivo de, a partir do resultado obtido anteriormente, fazer uma avaliação sobre o cenário financeiro em questão.

A análise do item títulos de renda fixa negociados no exterior no período de 1999 a 2005 será baseada em dados trimestrais.

Quanto ao conteúdo do trabalho, este estará dividido em cinco partes além da introdução: o segundo capítulo está reservado para compreender, através de uma revisão teórica, o papel que os títulos possuem na economia, assim como visões distintas sobre a eficácia de tal instrumento financeiro. O terceiro capítulo examinará o que influencia os agentes econômicos na escolha de determinados ativos financeiros, enfatizando o papel do risco país, assim como seu modo de mensuração. No quarto capítulo, será apresentada a síntese sobre a conjuntura econômica brasileira a partir de 1999, enfatizando os fatos de maior importância de acordo com a pesquisa. No quinto capítulo, serão analisados os dados sobre o fluxo de capital estrangeiro, bônus de longo prazo, *notes* e *commercial papers* e investimento estrangeiro direto, correlacionando-os por testes econométricos com o risco-país. Por último, serão apresentadas as principais conclusões tiradas do trabalho e suas considerações finais.

CAPÍTULO II

2. O PARADIGMA DO MERCADO DE TÍTULOS

Este capítulo tem como objetivo fazer uma introdução de o que e quais são os títulos emitidos no exterior, as razões que levam a sua negociação, assim como argumentos teóricos contrários ao endividamento externo. Por último serão apresentadas questões atuais que influenciam o mercado de títulos.

2.1. A Oferta de Títulos e o Consenso de Washington

Governos nacionais emitem títulos endividando-se com o objetivo de promover o desenvolvimento em seus países. Investimentos destinados à infra-estrutura, gasto nas áreas sociais, subsídios para determinados setores e até a produção de bens fazem parte da estratégia do Estado para alcançar o crescimento econômico e a melhoria nas condições de vida da população.

O Estado tem à disposição três fontes de financiamento: taxação, emissão de moeda e emissão de títulos da dívida, sendo a primeira a mais aconselhada forma de financiamento, dada a sua previsibilidade. No entanto, se o gestor não tem controle sobre o volume de gastos, a carga fiscal pode se tornar um meio ineficaz para alcançar esse objetivo¹. A emissão de moeda é benéfica para o Estado devido à transferência de recursos

¹ Mais detalhes ver sobre curva de Laffer ver BLANCHARD (2001), p. 492.

através de ganhos de senhoriagem e de imposto inflacionário. Entretanto, o seu uso abusivo faz com que os agentes econômicos se adaptem e sejam incentivados a aprender a diminuir suas perdas, reduzindo os ganhos do Estado. Por último, a emissão de dívida pública não está livre de limitações, mas oferece possibilidades mais variadas. Sua maior vantagem são os incentivos para que os agentes privados transfiram renda para o Estado e a flexibilidade, de modo a satisfazer diferentes interesses dos aplicadores. (RELATÓRIO ECONÔMICO ANDIMA, 2003).

Um título (também chamado de *instrumento financeiro*) é um direito sobre a receita futura do emissor ou seus ativos. Há diferentes formas de pagamentos de títulos, sendo os bônus um tipo de título de dívida que estabelece pagamentos periódicos por um determinado lapso de tempo. O mercado de títulos é especialmente importante para a atividade econômica, pois possibilita que corporações ou governos façam empréstimos para financiar suas atividades e é ele que determina as taxas de juros praticadas na economia. (MISHKIN, 2000).

Mediante a sua capacidade de endividamento e seus objetivos de desenvolvimento social, é o governo que assume o risco de grandes empreendimentos, em que na sua maioria, só trarão retorno no longo prazo. Isto torna a emissão de títulos um meio propulsor da economia. Araújo e Flores Júnior (2001) fazem uma visão microeconômica do endividamento externo. Segundo os autores:

o agente representativo de uma pequena economia, exposta a um mercado internacional de capitais sem fricções, alcança a política de endividamento ótima de Pareto²

² O produto é um ótimo de Pareto se, somente se, nenhum agente ou situação pode estar em uma posição melhor sem fazer com que outro agente ou situação assuma uma posição pior. (PINDYCK e RUBINFELD, 2002), p. 572.

simplesmente aumentando o investimento até o nível em que o retorno e o custo marginal do capital se igualam. Nesse sentido, a trajetória de consumo do aludido agente representativo é escolhida de modo que o consumo seja distribuído otimamente ao longo do tempo, respeitada a restrição orçamentária do próprio agente (equivalente à da economia).

No entanto, uma série de economistas já elaboraram teses nas quais tiram o mérito do endividamento para se promover o desenvolvimento, ressaltando o papel irrelevante que seria desempenhado pela dívida pública. Abaixo seguem hipóteses que questionam o papel da dívida pública como instrumento de melhora de bem-estar social:

1. Equivalência ricardiana: dívida pública e impostos são fontes de financiamento alternativos para os gastos governamentais. Entretanto a criação de um passivo através da emissão de títulos públicos, ou mesmo do aumento de impostos não teria qualquer efeito no ponto de vista do bem-estar social. (GOLDFAJN e PAULA, 1999).

2. Inexistência de distorções tributárias (*deadweight losses*): se há impostos proporcionais sobre trabalho ou riqueza, por exemplo, o *timing* dos impostos pode ter implicações significantes para o bem-estar da sociedade. Uma alta volatilidade da carga tributária pode produzir custos maiores ao governo, tornando relevante para o perfil de vencimentos da dívida pública amenizar a variação dos tributos. (GOLDFAJN e PAULA, 1999).

3. Mercados completos e informação simétrica: se os mercados são completos deve ser possível aos participantes da economia em questão negociar qualquer bem, mesmo que suas especificações sejam extremamente precisas. As descrições dos bens negociados devem ser tão minuciosas que maiores detalhes seriam incapazes de produzir alocações que melhorem os seus participantes. Neste cenário, os agentes podem se precaver perfeitamente contra quaisquer eventualidades e riscos, tornando o mercado eficiente. Porém, se os mercados não são completos e há incerteza, **a composição da dívida pública pode ser um**

importante instrumento para a provisão de mecanismos de partilha de risco. Desta maneira, impõe-se um virtual teto para a capacidade de financiamento externo³. (GOLDFAJN e PAULA, 1999).

Somado a esses paradigmas, após o Consenso de Washington - termo cunhado para designar o conjunto de estratégias concebidas na conferência realizada em novembro de 1989 entre especialistas de diversos países do 1º e 3º Mundo, que tiveram como objetivo retomar o curso das discussões sobre as políticas de ajuste econômico levadas a cabo pela América Latina e avaliar o conjunto de mudanças ocorridas em profundidade em alguns países da região após meados de 1985 - tornou-se *mainstream* nos países em desenvolvimento a busca pela redução da dívida externa através de baixa emissão de novos títulos justamente devido ao alto grau de dívidas já existente.

Neste encontro surge um “pacote” de medidas sugeridas para a América Latina com aval dos organismos multilaterais de crédito (como o FMI, por exemplo). Para Williamson (1990), uma descrição sumária do conteúdo do consenso se expressa em: previdência macroeconômica, orientação externa e liberalização interna.

Segundo Lima (2004), o diagnóstico da crise regional seria reduzido a, basicamente, dois problemas:

1 - O excessivo crescimento do Estado, representado pelo protecionismo do modelo substitutivo de importações, pela excessiva regulação e por empresas estatais ineficientes e numerosas;

³ Para mais detalhes ver: GOLDFAJN, I. e PAULA A. (1999), disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td411.pdf>.

2 - O populismo econômico, entendido como a incapacidade de controlar o déficit público e de manter sob controle as demandas salariais, tanto no setor privado como no setor público.

Para tanto, deste diagnóstico é feito um plano com 10 instrumentos de política econômica com objetivo superar de a crise da época e recolocar a América Latina na trilha do desenvolvimento.

Esses 10 instrumentos incluem mudanças na taxa de câmbio e na taxa de juros, reforma tributária, desregulamentações, privatização e garantias de direito à propriedade. Porém, no âmbito deste presente trabalho, se destaca a idéia predominante no consenso que se refere à dívida pública, que esta se situa em níveis inaceitáveis e, portanto, o Estado deveria elaborar reformas que reduzissem a necessidade de financiamento do setor público e conseqüentemente, minimizassem a emissão de títulos.

2.2. A Composição da Dívida Pública

Os bônus emitidos da dívida externa podem ser considerados com a função de, conforme acordo com os interesses do gestor de finanças públicas, suprir a necessidade de financiamento público através da captação de poupança externa.

A parte principal da dívida foi negociada em dólar, porém há bônus emitidos em outras moedas importantes no cenário de comércio internacional. De acordo com o site do Banco Central, são eles:

Bônus Bradies – São bônus que foram emitidos em troca da dívida externa brasileira após uma negociação com credores em 1994⁴.

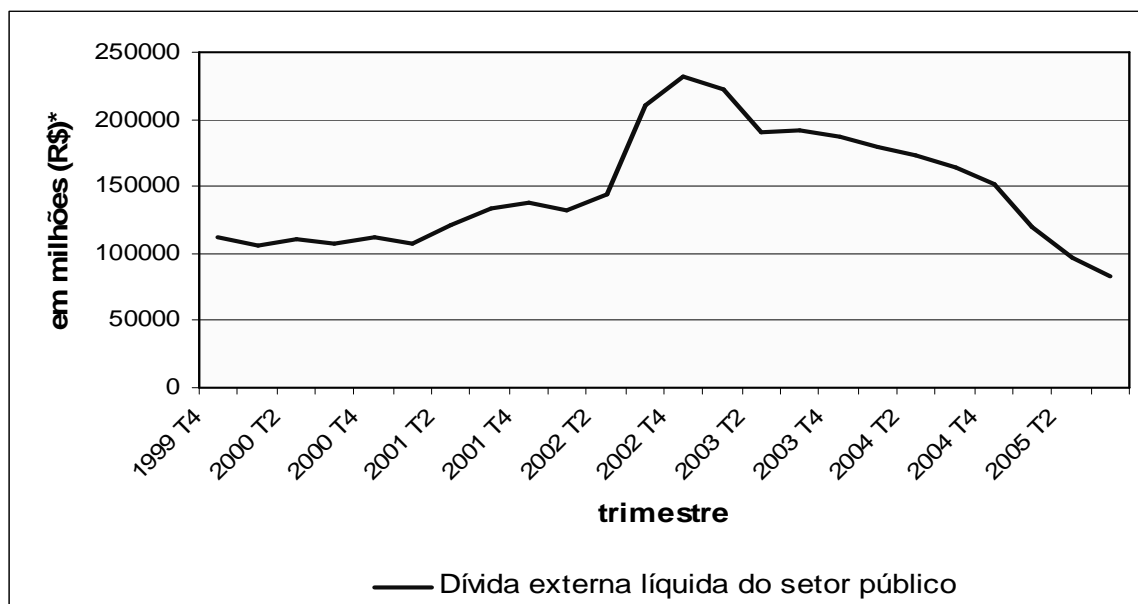
Bônus Globais - Denominados em dólares, esses títulos são negociados globalmente. Pagam via de regra, taxas de juros fixas. Alguns títulos foram emitidos em operações voluntárias de troca, isto é, foram subscritos com títulos bradies.

Bônus Europeus – São títulos denominados em euros ou outras moedas européias e negociados naquelas praças. Pagam, via de regra, taxas de juros fixas.

Bônus Japoneses – Títulos denominados em ienes emitidos no mercado doméstico japonês. No mercado recebem a denominação de bônus “Samurai”. Pagam, via de regra, taxas de juros fixas.

Até 2004, a emissão de títulos foi de responsabilidade do Banco Central e em 2005, transferiu a atribuição de emitir bônus da República no exterior para a Secretaria do Tesouro Nacional. Com relação à programação de financiamento externo, a Secretaria do Tesouro pretende para biênio 2006 - 2007, emitir até US\$ 9 bilhões em títulos, o que significa o refinanciamento de apenas 76% dos bônus emitidos no exterior. Isto vem a dar continuidade à política adotada, desde a adoção do regime de câmbio flutuante, de redução da dívida externa. Tal comportamento pode ser visto no gráfico a seguir:

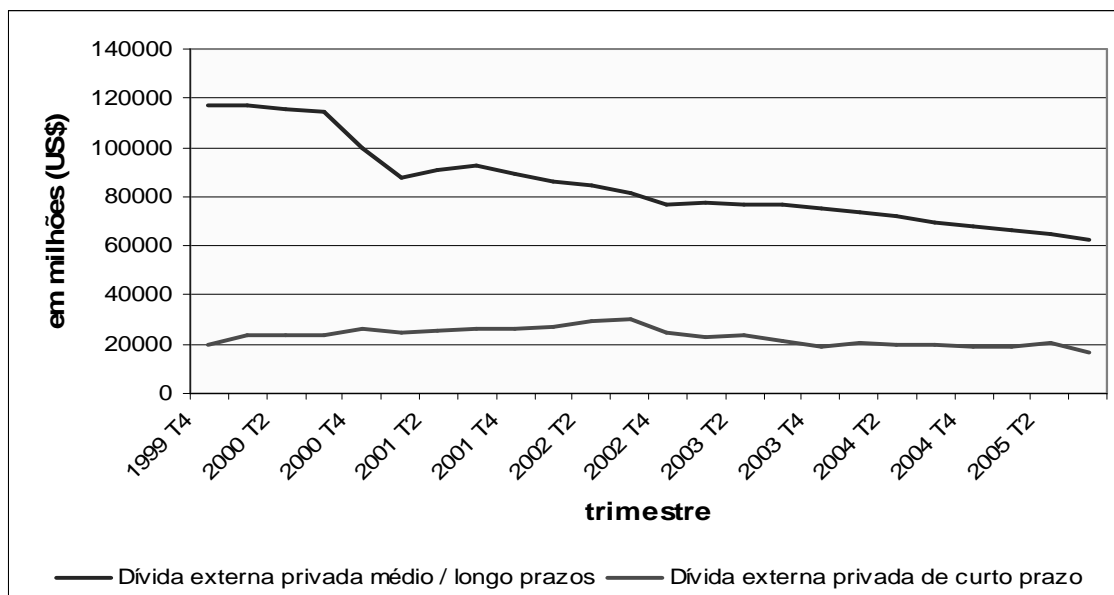
⁴ Mais detalhes sobre as negociações e o Plano *Brady* ver:
<http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/DividaRevisada/03%20Publicação%20Completa.pdf>

Figura 1 – Gráfico da Dívida Externa Pública Líquida:

Fonte: IPEADATA (Elaboração própria).

* Deflacionado pelo IPCA

De acordo com a **Figura 1**, a dívida externa pública elevou-se no final de 2002, porém já a partir de 2003 iniciou uma vertiginosa redução, que vai de encontro com o objetivo dos formuladores de política econômica: reduzir o montante de dívida em moeda estrangeira. O mesmo comportamento pode ser observado com a dívida externa privada, tanto em dívidas de curto prazo, com data de vencimento inferior a 360 dias. Quanto dívidas de médio / longo prazo, tal fenômeno pode ser visto na **Figura 2** a seguir:

Figura 2 - Gráfico da Dívida Externa Privada Líquida:

Fonte: IPEADATA (Elaboração própria).

A **Figura 2** mostra que a dívida de curto prazo se manteve praticamente em US\$ 20 bilhões em todo o período. Não obstante, a dívida de médio e longo prazo reduziu de US\$ 116,7 bilhões no último trimestre de 1999, para US\$ 62,7 bilhões no 3º trimestre de 2005, obtendo uma redução de 47% em menos de seis anos. Isto corresponde aos anseios do setor privado, assim como do setor público, de reduzir os gastos em moeda estrangeira, já que a receita é denominada em reais, evitando-se assim um problema de pagamento de dívidas provenientes de um choque cambial.

2.3. A Demanda por Títulos

Assim como diversos ativos, o mercado de títulos pode ser analisado de acordo com as leis elementares de oferta e demanda, nas quais o cruzamento das curvas estabelece quantidade de títulos e as taxas de juros de equilíbrio. Portanto, a partir da abordagem de oferta e demanda para títulos, podem-se analisar as razões de variação na taxa de juros.

A teoria de escolha de *portfólio* fornece instrumentos para decidir quais fatores causam o deslocamento da curva de demanda por títulos. No caso específico, será exemplificada a demanda no mercado de bônus, pois estes se comportam diferentemente de um título comum. Esses fatores incluem mudanças em quatro parâmetros:

- 1 – A riqueza;
- 2 – Os retornos esperados comparados com outros ativos;
- 3 – O risco do título comparado ao risco de um ativo alternativo;
- 4 – A liquidez do título *vis-à-vis* a liquidez de outro ativo.

A economia numa fase de expansão corresponde a um aumento de riqueza, desta forma há um aumento na demanda. Mantendo a quantidade ofertada constante, pode-se afirmar que o preço do bônus irá aumentar e a taxa de juros se reduzirá. Um outro fator que afeta a riqueza é a propensão do público a poupar. Quanto mais as famílias poupam, mais há procura por bônus e ocorre o efeito descrito anteriormente. (MANKIWI, 2000).

O retorno esperado influencia a demanda pelos bônus. Caso ocorra um aumento da taxa de juros, isto levaria a um declínio significativo nos preços e um retorno muito negativo. Portanto, se a expectativa for de elevação da taxa de juros futura em comparação com a taxa de juros corrente, irá cair a demanda por bônus para todas as taxas de juros, sendo que o efeito inverso é verdadeiro.

Se há uma elevação na percepção de risco sobre os bônus ocorre um efeito negativo sobre a demanda, reduzindo-a. Os agentes econômicos deslocariam sua procura para outros ativos que apresentem menor risco. Tal situação sobre percepção de risco e redução de demanda será vista com maiores detalhes no capítulo 3.

A liquidez é outro determinante da demanda por bônus. Quanto mais fácil e maior acesso existir para transação, maior será sua demanda. A diminuição de taxas e tarifas de transação é um exemplo de aumento de liquidez no mercado de bônus.

2.4. A Inovação Financeira dos *Commercial Papers*

O papel na intermediação financeira é tradicionalmente o de conceder empréstimos de longo prazo e financiá-lo através da emissão de curto prazo, um processo de transformação de ativos. Entretanto, desde a década de 80, têm ocorrido mudanças no setor financeiro com alta rapidez. Inovações financeiras tem sido fonte crescente de competição para o setor, criando novos desafios assim como facilidades para financiamento.

Os *commercial papers* são novos títulos de dívida de curto prazo emitidos por grandes bancos e empresas. Este mercado passou por um forte crescimento desde 1970, quando havia um estoque de US\$ 33 bilhões, aumentando para US\$ 750 bilhões no final de 1996. Este ativo, na verdade, tem sido um dos instrumentos do mercado monetário que cresce mais rapidamente, graças ao desenvolvimento na área de tecnologia de informação, que tornaram mais fácil para os investidores discernir os riscos entre créditos bons e ruins, facilitando, portanto, a emissão de títulos de dívida pelas empresas e as emissões de longo prazo no mercado de títulos de empresas que possuem *ratings* abaixo de Baa nos bancos de investimento (os chamados *junk bonds*). Contudo, por apresentarem menores custos e maior facilidade de financiamento, os *commercial papers* tomaram o lugar que antes era dos bancos para a tomada de empréstimos de curto prazo.

CAPÍTULO III

3. ABORDAGENS TEÓRICAS E DEFINIÇÃO DE RISCO PAÍS

Este capítulo tem a função de auxiliar teoricamente o desenvolvimento deste trabalho de pesquisa. Para tanto, reserva-se a tratar da teoria de escolha de ativos, enfatizando a importância e o papel do risco, seu modo de mensuração, entre outros aspectos de acordo com o objetivo do trabalho.

3.1. Teoria da escolha de ativos e o processo de tomada de decisão

Muitas das escolhas feitas pelos consumidores e investidores sofrem influência de um considerável grau de incerteza. Portanto, torna-se necessário a escolha com base no grau de risco em que se está disposto a assumir. Assim, pode-se diferenciar incerteza de risco, pois a primeira é impossível quantificar, enquanto o segundo é possível. A quantificação de risco é necessária para que se possa fazer a comparação de seus níveis entre as diferentes alternativas de escolha. Em alguns casos o risco pode ser reduzido por meio da diversificação, da aquisição de seguro ou até mesmo de investimento em informações adicionais. Já em outras situações, como no caso de investimentos em títulos, os agentes devem selecionar o grau de risco que estão dispostos a assumir.

Para que seja possível descrever o risco quantitativamente, torna-se necessário que se saiba “quais são os possíveis resultados de uma determinada ação, bem como qual a

probabilidade de ocorrência de cada possível resultado”. (PINDYCK e RUBINFELD, 2002).

A possibilidade refere-se à probabilidade de algo ocorrer, ou seja, de um determinado resultado acontecer. A probabilidade pode ser objetiva, e estar fundamentada na frequência com a quais determinados eventos tendem a ocorrer. Quando não é possível se obter medidas objetivas para as probabilidades, surge a probabilidade na sua característica subjetiva. A probabilidade subjetiva sustenta-se na percepção de que um determinado resultado poderá vir a ocorrer, e esta percepção pode estar embasada no julgamento ou na expectativa de um agente. Assim, quando a probabilidade é subjetiva, agentes diferentes podem atribuir diferentes probabilidades a diferentes resultados. A probabilidade é utilizada para o cálculo de duas importantes medidas, o valor esperado e a variabilidade, que auxiliam no processo de descrever e comparar escolhas de risco.

O valor esperado associado a uma situação de incerteza é uma média ponderada dos *payoffs* (saldos) dos possíveis resultados, em que a probabilidade de cada resultado é utilizada como seu respectivo peso. O valor esperado mede a tendência ao ponto central, isto é *payoff*, que na média, deveria-se esperar que viesse a ocorrer. Já a variabilidade⁵ pode ser medida pela diferença entre os *payoffs* efetivos e os esperados, ou seja, os desvios. Quanto maiores forem os desvios, maior será o risco. (CARVALHO, 2004).

O processo de tomada de decisão depende também da preferência do agente em relação ao risco. Agentes podem apresentar apreciação, ou aversão ao risco, ou mostrarem-se neutros em relação a este fator. Um agente é dito avesso a riscos quando, por exemplo, prefere uma remuneração garantida menor de um determinado ativo, do que a possibilidade

⁵ Outra forma de medida de variabilidade é a variância. “O princípio básico da variância é analisar os desvios das observações em relação à média dessas observações”. (BUSSAB e MORETTIN, 2002).

de obter uma remuneração maior com um ativo de risco elevado. Um indivíduo é neutro a riscos quando para ele é indiferente um investimento em um ativo com rendimento garantido do que um investimento incerto com maior risco.

O agente não avesso a riscos tem preferência por ativos que apresentam uma maior remuneração, sem dar grande importância ao nível de risco. Uma evidência básica do gosto pelo risco é o fato de muitas pessoas terem prazer em jogar. Porém, os agentes podem ser avessos a determinados riscos e agir como amantes de risco em relação a outros.

O prêmio de risco é o valor que um agente avesso a risco estaria disposto a pagar para evitar assumir um determinado risco, e a magnitude desse prêmio geralmente depende das alternativas de risco em que o agente se defronta. Portanto, o prêmio de risco indica a quantidade de juros adicionais que os investidores demandam para manter um ativo de risco maior. Essa premiação de risco, que o risco país objetiva quantificar, é um dos fatores que influenciam a determinação da taxa de juros.

3.2. Relação entre risco e retorno

No mercado, não existe forma de estabelecer um valor exato para perdas, contanto pode-se determinar um intervalo em que elas podem ser aceitas, ou então conhecer o grau de exposição que se está determinado a aceita-lá, e isto é feito através da mensuração do risco. Essa ferramenta serve de auxílio na tomada de decisão de investimentos.

Existem várias definições de risco, porém o risco geralmente está atrelado ao retorno. “O risco é a possibilidade de prejuízo financeiro, ou mais formalmente a variabilidade de retorno associada a um determinado ativo” (GITMAN, 1997). Um administrador diria que “o risco é a possibilidade de que os lucros futuros e os fluxos de

caixa livres sejam significativamente mais baixos do que se espera”. (BRIGHAM, CAPENSKI e EHRHARDT, 2001).

Pode-se classificar o risco de duas formas: como sistemático, que são eventos inesperados que afetam quase todos ativos em certa medida, porque se difundem por toda a economia; e como não sistemático, que são eventos inesperados que afetam a um pequeno grupo de ativos isoladamente, também chamados de riscos específicos. (MISHKIN, 2000).

Analisando-se do ponto de vista estatístico, o risco é o grau de dispersão de valores esperados em torno de uma média (desvio padrão). A dispersão é a medida de quanto um dado retorno pode se afastar do retorno médio. Através de diversificação, elimina-se parte do risco, pois os retornos dos títulos individuais não são perfeitamente correlacionados uns com os outros. Ainda diversificando, estará expondo-se a outros tipos de riscos, o que se chama risco não diversificado. A maioria dos investidores e das instituições trabalha com carteiras e não com títulos isolados, justamente por ter seu risco reduzido.

Observam-se ainda outros tipos de riscos: o risco isolado, que é o risco do ativo, sem levar em conta a empresa ou o cenário do mercado, e mede-se através da variabilidade dos retornos esperados de algum projeto; o risco da empresa, que é o risco da entidade com o projeto, medido através do rendimento que aquele dado ativo contribui; o risco de mercado, que é o risco do ativo visto por um acionista que possui diversas ações de variadas empresas e cada empresa possui diversos projetos, e é medido pelo efeito de ativo dentro da proporção de ações daquela empresa dentro da carteira do investidor.

3.3. Definição e nomenclatura da classificação de risco

Transações financeiras são intrinsecamente marcadas por situações na quais aplicadores e tomadores de recursos possuem informações discrepantes, o que se denomina na teoria econômica de assimetrias de informação. Estes últimos têm necessariamente um maior conhecimento sobre sua própria capacidade de pagamento e sua disposição a pagar do que aqueles que lhes repassam recursos. Portanto, do ponto de vista dos credores, a presença de tal assimetria afetará os prêmios pelos riscos de crédito exigidos em qualquer operação de crédito e aquisição de títulos financeiros. (CANUTO e SANTOS, 2003).

As transações financeiras só se desenvolvem quando se fazem possíveis meios para atenuar o peso negativo das assimetrias de informação: coleta e processamento de informações antes das operações; firmação de contratos e monitoramento de sua execução de modo a controlar o uso dos recursos após o repasse; 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 etc. Contudo, tais mecanismos operam com custos e nem sempre com eficácia suficiente para contornar o problema.

Quando não há instrumentos legal-judiciários ou institucionais que sustentem o cumprimento de contratos e o exercício de garantias, a assimetria de informações e os prêmios cobrados como compensação pelos riscos de crédito encarecem e, no limite, inviabilizam a existência de transações financeiras. Por seu turno, as agências ou instituições – privadas e públicas – de classificação (*rating*) de riscos de crédito se inserem na coleta e processamento de informações antes das operações. Quer como centro gerador de informações para uso exclusivo, dentro de um grupo econômico, ou como fornecedores de serviços para clientes, tais unidades desenvolvem competências específicas e se beneficiam de economias de escala e escopo nas atividades de análise e classificação de riscos de crédito, o que as justifica e viabiliza economicamente. Vale ressaltar que a

atuação de tais agências e seus *ratings*, é muitas vezes confundida com recomendações de compra/venda de títulos.

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 receptores que diferencia o mercado de capitais – ações e títulos de crédito negociáveis em mercados secundários – das operações bancárias, o desenvolvimento de tais mercados supõe a disponibilidade dos serviços de *rating*.

É nesse contexto que bancos de investimento calculam o risco de crédito. Um risco em particular é o risco soberano, que corresponde a uma associação risco estimado de operações de crédito concedido a Estados soberanos. O exercício de garantias e o monitoramento e cumprimento de contratos adquirem, evidentemente, características distintas daquelas presentes nos casos de crédito para agentes privados ou mesmo de setores públicos infra-nacionais e não-soberanos. Além disso, os determinantes da capacidade de pagamento e da disposição a pagar são de outra natureza, reportando-se a variáveis macroeconômicas como reserva de divisas e fluxos no balanço de pagamentos, crescimento econômico e capacidade de arrecadação tributária e fatores políticos. Segundo Goldfajn e Paula (1999), com relação à dívida e emissão de títulos, há seis considerações relevantes na literatura sobre os riscos atrelados a composição da dívida pública:

1. Risco Orçamentário; tanto no lado dos gastos quanto no lado das receitas não-tributárias que advém de um maior endividamento existem

variações. Caso estas sejam negativas, haverá maior dificuldade para amortização da dívida.

2. Risco Inflacionário; já que parte dos títulos emitidos não é indexado ao nível de preços, estes correm o risco de terem seu valor defasado com uma mudança não esperada da inflação.
3. Risco de Câmbio Real; uma desvalorização cambial acima da inflação aumenta o serviço real da dívida pública.
4. Correlação Entre Gastos e Inflação; a pertinente preocupação com os gastos do governo, já que este possui correlação positiva com a inflação.
5. Correlação Entre Produto e Inflação; se o produto possui uma correlação negativa com a inflação, é preferível que as despesas estatais não aumentem simultaneamente ao contrário do proposto pela teoria econômica de Keynes, devido à correlação positiva entre gastos do governo e inflação.
6. Correlação Entre Câmbio Real e Gastos; se os gastos do governo são positivamente correlacionados com a moeda estrangeira, é recomendável a diminuição da dívida em moeda estrangeira e aumento da dívida nominal de forma a imunizar o orçamento de variações imprevistas no câmbio.

Portanto, as principais agências públicas e privadas internacionais de classificação de riscos de crédito – neste segundo caso, Moody's, Standard & Poor's (S&P) e Fitch – procedem regularmente ao *rating* de riscos soberanos, ainda que, no caso das agências privadas, não seja esta sua atividade econômica central. (CANUTO e SANTOS, 2003).

Com relação ao risco-país, é um número-índice que busca expressar, de forma objetiva, o risco a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no País. O índice calculado pelo J. P. Morgan Chase, EMBI+⁶, é o indicador mais difundido no mercado e tem a finalidade de medir o rendimento médio de uma carteira hipotética, constituída por papéis emitidos pelo Brasil no exterior, frente ao rendimento dos títulos do tesouro norte-americano de prazo comparável (que são considerados livres do risco de *default*, risco do emissor de inadimplir). Quanto maior o risco, menor, *a priori*, a capacidade de o país atrair capital estrangeiro. Em consequência, maior é o prêmio com que seus instrumentos de dívida devem remunerar os investidores para compensá-los por assumir esse risco. (BANCO CENTRAL, 2004).

Este índice, em sua totalidade, é composto por uma cesta de títulos denominados em moeda estrangeira emitidos pelos governos centrais de 19 países emergentes, sendo que os países latino-americanos representam 60% do indicador. São negociados em mercados secundários, existindo a decomposição do mesmo em sub-índices, um para cada país, correspondendo ao risco-país. O EMBI+ é composto principalmente por títulos da dívida externa (*Bradies* e Eurobônus), mas pode também incluir empréstimos negociados (*traded loans*) e títulos domésticos denominados em moeda estrangeira.

Risco-soberano e risco-país, embora fortemente relacionados, dizem respeito a objetos distintos. O risco-país é um conceito mais abrangente que se reporta, para além do risco soberano, ao risco de inadimplência dos demais credores residentes em um país associado a fatores que podem estar sob o controle do governo, mas não estão sob o controle das empresas privadas ou dos indivíduos (Claessens e Embrechts, 2002). Este é o

⁶ *Emerging Markets Bond Index Plus* (Índice dos Bônus dos Mercados Emergentes Mais).

caso, por exemplo, de empresas privadas que detêm capacidade e disposição de realizar compromissos com credores externos, mas se defrontam com **riscos de conversibilidade ou transferência** de divisas decorrentes da possibilidade de controles de capitais serem subitamente estabelecidos pelo Estado soberano. (CANUTO e SANTOS, 2003).

Apesar de ser o indicador mais difundido no mercado, o EMBI+ é constantemente tema de discussões acadêmicas. Por envolver em seu parâmetro de cálculo de mensuração de risco a liquidez colocada pelas políticas monetárias de economias desenvolvidas e outros fatores de curto prazo, tal condição faz o índice a ser sensível a eventos conjunturais, o que lhe leva a flutuações gerais ou específicas a países. Este problema se acentua para ativos brasileiros, devido a sua elevada liquidez, além da classificação em “grau de especulação” do governo brasileiro, o que lhes tornam, por exemplo, candidatos naturais à venda em momentos de instabilidade nos mercados de títulos de emergentes (Canuto, 2002).

De um modo geral, os governos atingem um “grau de especulação” que eleva o custo de captação de recursos no mercado internacional. Isto tem reflexos diretos sobre o custo de financiamento externo do setor privado, já que é usado de parâmetro na determinação dos custos das captações externas dos residentes de um país.

CAPÍTULO IV

4. CONJUNTURA ECONÔMICA

Neste capítulo será apresentada uma breve síntese da conjuntura econômica brasileira da primeira fase do Plano Real, que coincide com o primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, além de um sumário do início de regime flutuante de câmbio no ano de 1999. Logo após, será apresentada a situação econômica nacional ano-a-ano após esse período, enfatizando, de acordo com as fontes de pesquisa, os fatos de maior influência pra atividade econômica e da relação brasileira com o exterior.

4.1. Da Primeira Fase do Plano Real ao ano de 1999

Com a implementação do Plano Real em julho de 1994, o Brasil finalmente domou a inflação. Para tanto, o Plano baseou-se em estabelecer periodicamente bandas cambiais para manutenção do nível de preços. A taxa de câmbio, de início sobrevalorizada, conteria o índice de inflação pela fixação das expectativas de preços, e como consequência da taxa de câmbio, o incentivo às importações contribuiria para sua manutenção, acirrando a concorrência. (ARIDA, 2005).

Entretanto, tal medida necessitava de um grande colchão de reservas internacionais, somada a uma suficiente oferta de dólar no mercado para suprir a demanda por moeda estrangeira. Assim, foram elaboradas medidas para garantir o sucesso do Plano. Aproveitando-se do cenário externo favorável, o objetivo formado era estabelecer um

elevado fluxo líquido de capitais via conta financeira, tanto através de IED quanto IE em *portfólio*.

No decorrer do primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, o país passou por crises de restrição à liquidez⁷ que dificultaram o progresso do Plano Real. A crise mexicana de dezembro de 1994⁸ foi o primeiro teste do Plano Real. Problemas financeiros daquele país, que resultaram em desvalorização em mais de 50% do peso mexicano em relação ao dólar e queda acentuada do PIB, levaram à fuga maciça de capitais nos países emergentes da América Latina que, assim como o Brasil, tiveram no biênio 1994-1995, um período de dificuldades ao acesso a capitais estrangeiros. A seguinte crise, a asiática de 1997, também restringiu a liquidez. Entretanto, nas duas crises optou-se por atenuar a desvalorização cambial. O Banco Central então utilizou duas manobras – elevada taxa de juros e “queima” de parte das reservas internacionais - para garantir a oferta de dólares no mercado cambial. Na crise russa de 1998, os ajustes são onerosos para a economia. Segundo Averbug e Giambiagi (2000), diferentemente ao que acontecera com a crise mexicana ou mesmo com a crise asiática, desta vez o mercado financeiro fechou-se quase que por completo – e por bastante tempo – para os países emergentes, particularmente para aqueles vistos como problemas crônicos – e o histórico negativo brasileiro explica, de algum modo, esse tipo de reação extrema.

⁷ Para mais informações ver: Garcia, M.; Paula, Á.; Bevilaqua, A.; *Prêmio de Risco e Política Monetária em Economias Latino Americanas durante as Recentes Crises Internacionais*; PUC – RIO, 2000.

⁸ Após a crise mexicana, o regime cambial foi parcialmente flexibilizado com a introdução de bandas cambiais e com anúncio prévio de gradual desvalorização cambial (de 5% a 7% ao ano), ademais, a desvalorização não poderia comprometer as baixas taxas de inflação. (FAZENDA, 2005).

Nesse contexto, para atenuar a crise de 1998, os juros são elevados a 45% anuais de início, porém caem a 19% no final do ano. Está encerrado então o período de mini-desvalorizações e o país adota o regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999.

Depois da alteração da política cambial, quando se termina o regime de câmbio controlado e se passa a deixar que o mesmo seja estabelecido pelas leis do mercado, o país passou por uma crise de liquidez externa, tornando o câmbio altamente instável devido à reduzida oferta de moeda estrangeira. Medidas são tomadas também nas óticas monetária e fiscal. Os regimes de metas de inflação e de superávit primário são introduzidos no segundo semestre; os gastos públicos, devido ao comprometimento de duplamente frear a inflação e a dívida pública, passam a ser restritos. Como consequência da adoção dos regimes de metas de inflação e de superávit primário e da expectativa de melhora das contas pública e redução da taxa de juros, tem-se uma redução da percepção de risco perante a comunidade internacional.

Passada a tormenta, é no último trimestre de 1999 que se inicia um período de recuperação econômica, principalmente pelo retorno de capitais externos, que se mantinham retraídos no período anterior. Segue um trecho do relatório anual de 1999 do Banco Central:

A política monetária... foi determinada, em boa parte, pelos desdobramentos no setor externo das economias, particularmente devido à restrição ao acesso aos mercados de capitais. No fim do primeiro semestre, as políticas (econômicas) tornaram-se menos conservadoras de modo a incentivar a produção, diante do cenário externo mais favorável. (BANCO CENTRAL, 2005).

Portanto, apesar de um primeiro semestre conturbado, houve uma recuperação no segundo período. No final do ano foram apresentados números favoráveis de entrada de capitais. O IED fechou com saldo positivo de US\$28,5 bilhões, destacando o ingresso

advindo de privatizações (US\$ 8,7 bi). O IE em *portfólio* situou-se em US\$ 3,5 bilhões, sendo que, destes, US\$ 3,3 bilhões foram ingresso de bônus de longo prazo, favorecido pela queda do risco país. *Notes e commercial papers* não conseguiram ter uma recuperação, apesar do elevado ingresso de recursos de curto prazo no último trimestre, e fecharam o ano com o um saldo negativo de US\$ 1,3 bilhões. No montante final do ano, houve um crescimento da dívida de curto prazo (6,9%) e uma leve redução da dívida de longo prazo (1,1%), que só não foi maior devido ao programa de assistência financeira internacional ao país⁹.

A percepção de risco atribuído ao Brasil pelo mercado internacional também obteve melhora. O C-Bond valorizou-se 25,6% no ano, sendo que em dezembro de 1999 os diferenciais retornaram aos patamares que antecederam o pico associado à moratória russa.

4.2. O Crescimento do ano 2000

Após anos de crises externas sequenciais, o Brasil tem um ano de forte crescimento econômico devido ao cenário externo favorável e ao acesso à liquidez, refletindo a redução na percepção de risco do investidor estrangeiro, em função da melhora sustentada dos fundamentos da economia brasileira, o que levou ao aumento de investimentos de risco no país, principalmente através de IED. (BANCO CENTRAL, 2005). Por isso, é um ano de

⁹ Ao longo de 1999, o programa de assistência financeira proporcionou ingressos de US\$ 6 bilhões provenientes do FMI, dos quais US\$ 4,9 bilhões na modalidade Suplementação de Reservas e US\$ 1,1 bilhão na *Credit Tranche*, US\$ 4,5 bilhões do BIS e US\$ 424 milhões do Banco do Japão, totalizando US\$ 10,9 bilhões. Porém, logo que diminuía a necessidade de assistência financeira, o país amortizava a dívida, assim, em relação a estas instituições, o saldo das obrigações resumiu-se a US\$ 3,4 bilhões. Mais informações no boletim do BC de 1999.

notável entrada de recursos externos. Adicionalmente, IE via *portfólio* tiveram um bom desempenho e foram alongados os prazos de colocação de títulos soberanos.

Tabela 1 - Investimento Estrangeiro Direto de 1999 a 2003 (em bilhões de US\$):

1999	28,57
2000	32,77
2001	22,45
2002	16,59
2003	10,14
2004	18,16
2005	15,19

Fonte: Banco Central

Em números absolutos, o total de IED ficou em US\$ 32,7 bilhões, sendo o melhor desempenho de todo o período de estudo, como pode ser visto pela **Tabela 1**. Esse resultado reflete o ingresso de recursos autônomos, US\$ 26,5 bilhões, que se expandiu 17,4% em relação ao registrado em 1999, e os investimentos em privatizações, US\$ 7,1 bilhões, dos quais US\$ 3,7 bilhões destinados à aquisição do Banespa e US\$ 2,3 bilhões ao setor de telecomunicações.

Os IE em *portfólio* ficaram em US\$ 8,6 bi, sendo que, destes, bônus de longo prazo representaram US\$ 3,7 bi. Cabe destacar a mudança na composição dos recursos, com aumento de empréstimos diretos - de bancos e de empresas ligadas (intercompanhias) - e retração de captações por meio de títulos principalmente via *notes e commercial papers* (redução de 51,6% e 42,3%, respectivamente), com exceção de bônus. Estes tiveram novos ingressos de US\$ 6 bilhões. A emissão de bônus com prazo extenso permitiu o alongamento do prazo médio da dívida externa registrada, que passou de 5,7 anos, na posição de dezembro de 1999, para 6,4 anos na posição de dezembro de 2000. Com relação aos capitais de curto prazo, continuou com a tendência de elevação iniciada em 1999,

elevando-se em US\$ 2,6 bi, crescimento de 9,4% com relação ao ano anterior. (BANCO CENTRAL, 2005).

Em relação ao *spread* do C-Bond, nos lançamentos de 2000, o menor prêmio de risco pago atingiu 474 pontos básicos, fato que justifica a emissão de títulos, já que a taxa de retorno oferecida reduzia-se, diferentemente da aceitação dos mesmos no mercado, que se elevava, contribuindo assim, para o alongamento do prazo de pagamentos.

4.3. A Crise de 2001

Após o bom desempenho apresentado pela economia no ano de 2000, esperava-se dar continuidade ao ciclo de crescimento econômico. Entretanto, choques externos como a crise Argentina e a expectativa de aprofundamento da recessão econômica registrada nos Estados Unidos, após os atentados de 11 de setembro, somados ao choque interno advindo do racionamento de energia, frustraram as expectativas para este ano.

A conta financeira, se alterou em comparação com o ano anterior. Foi reduzida a participação do IED, houve forte amortização de passivo externo, principalmente de *notes e commercial papers*, e observou-se, ao mesmo tempo, a continuidade no processo de captação de recursos externos por meio de colocações de bônus da República, com resultado tanto no ingresso de novos recursos quanto na renovação da dívida externa brasileira, por meio de trocas por *Bradies*. Entretanto, houve também uma reversão de fluxos ao país proveniente do pagamento líquido de recursos anteriormente obtidos pelo FMI.

Os investimentos estrangeiros diretos líquidos no país ao longo do ano ficaram em níveis reduzidos se comparado a demais anos, recuperando-se apenas no último semestre.

No total foram de US\$ 22,6 bilhões, sendo que apenas US\$ 1 bi foram direcionados a privatizações, sinalizando o fim deste ciclo. Os investimentos estrangeiros em carteira totalizaram ingressos líquidos de US\$ 872 milhões muito abaixo dos US\$ 8,7 bilhões de 2000. Destaca-se entre as saídas a amortização líquida de US\$ 3,1 bilhões de *notes* e *commercial papers*. As operações com bônus compensaram parcialmente esse resultado, com captações líquidas de US\$ 1,2 bilhão.

Contrariamente à entrada de capitais, o *spread* do título brasileiro de maior liquidez no mercado internacional, na média, teve elevação durante todo ano, passando de 726 pontos no primeiro trimestre para 1025 pontos no quarto. (IPEADATA, 2005).

4.4. 2002 e a Aversão ao Risco

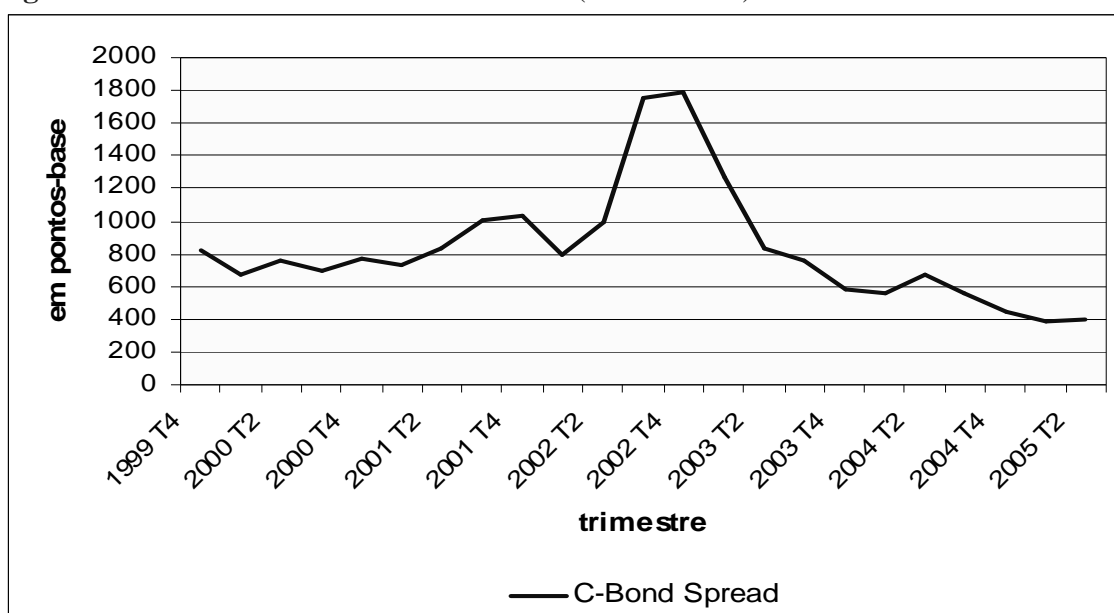
O ano de 2002 apresentou uma modesta expansão da economia, com crescimento de 1,5% do PIB. Este resultado pode ser analisado no âmbito das restrições de origem interna, determinadas fundamentalmente pelas incertezas associadas ao processo eleitoral, e, principalmente, daquelas de ordem externa, que condicionaram a condução da política monetária, em um período de consolidação do regime de metas para a inflação. Em suma, neste contexto os fluxos globais de capitais apresentaram trajetória instável ao longo do ano, refletindo o crescimento da aversão ao risco. (BANCO CENTRAL, 2005).

Houve uma forte retração na captação de recursos externos de longo prazo. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos, embora mais que suficientes para o financiamento da conta corrente, não registraram ingresso suficiente para também compensar as amortizações líquidas dos demais investimentos estrangeiros. Dessa forma, o

financiamento do balanço de pagamentos complementou-se com desembolsos de recursos do FMI.

Tanto os IED quanto os IE em *portfólio* apresentaram retração com relação ao ano anterior. Os IED líquidos no país somaram US\$ 16,6 bilhões em 2002 contra US\$ 22,5 bilhões de 2001. A maior retração deveu-se à reversão do fluxo líquido de empréstimos intercompanhias, que registraram saídas líquidas de US\$ 528 milhões, ante ingressos líquidos de US\$ 3,7 bilhões, em 2001. Os investimentos estrangeiros em carteira totalizaram amortizações líquidas de US\$ 4,8 bilhões em 2002, ante ingressos líquidos de US\$ 872 milhões, no ano anterior. Esse resultado deveu-se à forte retração na rolagem de títulos de longo prazo no segundo semestre do ano, principalmente de títulos privados (*notes e commercial papers*).

Figura 3 – Gráfico do Risco-País Trimestral* (1999 – 2005):



Fonte: IPEADATA (Elaboração própria).

* média aritmética do trimestre

O segundo semestre de 2002 foi o período de estudo que apresentou a maior retração ao acesso a liquidez externa, assim como a mais elevada percepção de risco, entre 1999 e 2005. A **Figura 3** mostra que a diferença paga, em pontos-base, entre o *C-Bond* sobre o título de tesouro dos EUA chegou a ficar acima de 2000 pontos-base no mês de outubro, justificando a baixa captação de recursos no exterior do período. (IPEADATA, 2005).

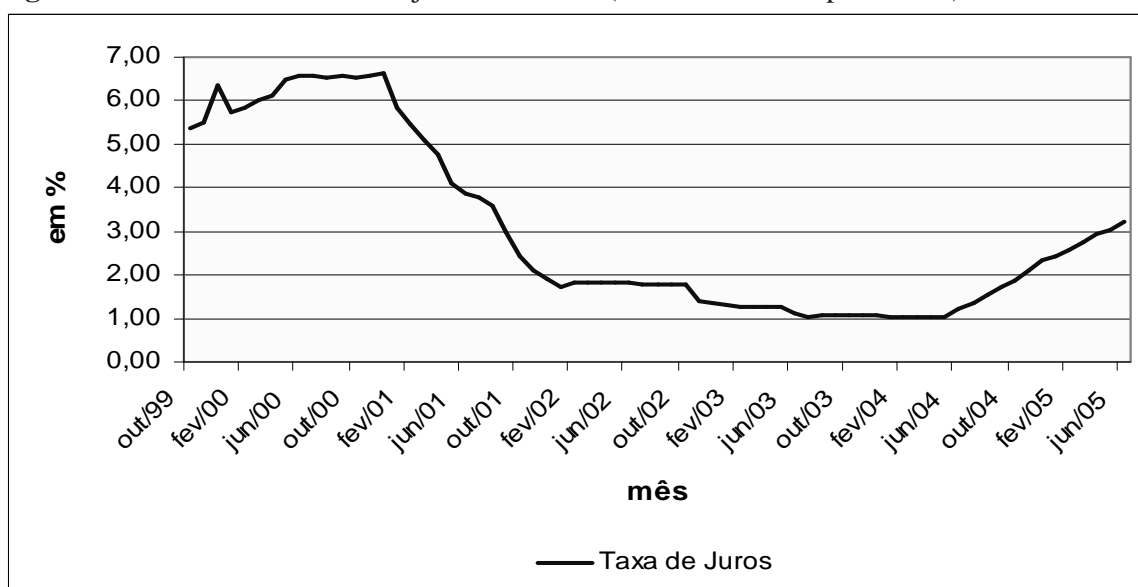
4.5. O Compromisso com a Estabilidade em 2003

Após a crise de risco do ano anterior, em 2003 a condução da política monetária foi pautada pelo compromisso de preservação da estabilidade de preços na economia. Dessa forma, o Banco Central sinalizaria pra investidores estrangeiros que o quadro de incertezas gerados em 2002 não procedia. Para tanto, o COPOM decidiu aumentar gradualmente a taxa SELIC, referência para demais taxas de juros, de 25% ao ano, em dezembro de 2002, para 26,5% a.a. em fevereiro de 2003, mantendo nesse patamar até junho.

Esta iniciativa atuava positivamente na recuperação da economia de duas formas: a elevada taxa de juros trouxe novamente recursos estrangeiros líquidos ao país, o que conseqüentemente, pela maior oferta de dólares no mercado, reduziu fortemente a taxa de câmbio, passando de R\$3,59/US\$ logo após a reunião do COPOM de fevereiro para valores abaixo de R\$3,00/US\$, dois meses depois. A rigidez das políticas fiscal e monetária, que contribuiu pra a estabilidade no mercado de cambial e elevação do financiamento externo, teve a colaboração do expressivo aumento da liquidez internacional e da elevação significativa dos fluxos de capitais em direção a mercados emergentes, em decorrência das

baixas taxas de juros nos EUA e União Européia. (BANCO CENTRAL, 2005). O gráfico a seguir demonstra o comportamento das taxas de juros norte-americanas nos últimos anos¹⁰:

Figura 4 – Gráfico das Taxas de juros nos EUA (Certificate of Deposit Rate)



Fonte: Federal Reserve System (Elaboração própria).

De acordo com a **Figura 4**, o período entre fevereiro de 2002 e junho de 2004, ocorre uma “depressão” da taxa de juros norte-americana, favorecendo a fuga de capitais daquele mercado para outros que apresentem maior rentabilidade, o que de fato ocorreu, com a elevação de ingresso de recursos nos mercados emergentes no mesmo período.

Neste processo de recuperação do financiamento externo, os percentuais de rolagem de papéis e empréstimos externos de médio e longo prazo do setor privado voltaram a subir. A taxa de rolagem de *notes e commercial papers* passou de 31% em 2002 para 138% em 2003. O setor público representou US\$ 1,1 bi das captações na forma de bônus enquanto US\$ 1,2 bi foram captações do setor privado. No total dos investimentos estrangeiros

¹⁰ Trata-se de uma média aritmética diária do valor negociado no mercado secundário. (FEDERAL RESERVE SYSTEM, 2005).

líquidos em *portfólio*, registrou-se o ingresso de US\$ 5,1 bilhões, ante amortizações de US\$ 4,8 bi no ano anterior. Mesmo assim, conta financeira apresentou retração em comparação a 2002 e o financiamento do balanço de pagamentos complementou-se com desembolsos de recursos do FMI.

Diferentemente do IE em *portfólio*, o IED não apresentou recuperação no ano de 2003 apesar da maior entrada de recursos no segundo semestre devido a gradual redução da taxa SELIC. Sendo assim, o resultado anual foi de US\$ 10,1 bi, ante US\$ 16,6 bi, no ano anterior.

Como dito anteriormente, foi um período de redução do quadro de incertezas geradas no ano anterior. Desta forma, houve uma gradual redução da percepção de risco. O *Spread* do C-bond reduziu-se do ápice de 2052 pontos em outubro de 2002 para alcançar a média de 588 pontos no último trimestre de 2003.

4.6. O Cenário Favorável de 2004

Os expressivos resultados apresentados pela economia brasileira, em 2004, de acordo com o Banco Central (2005), estiveram associados ao adequado controle dos instrumentos de política monetária norteado pelo objetivo fundamental de assegurar os ganhos inerentes à estabilização de preços. Pela elevação moderada da taxa de juros norte-americana (ver a **Figura 4**), que manteve a expectativa de crescimento da economia mundial elevada, o cenário externo foi favorável para a melhora dos indicadores de solvência externa. Houve um relativo conforto na questão do financiamento da conta financeira, principalmente devido ao excepcional desempenho da balança comercial.

O IED enfim recuperou-se, apresentando resultados relevantes, US\$ 18,2 bilhões no ano. Destaque para o fluxo líquido de participação no capital de empresas no país, que aumentou US\$ 9,3 bi com relação ao ano anterior. Não houve ingressos de recursos via privatizações, mostrando que este ciclo havia se encerrado.

Os investimentos estrangeiros líquidos em *portfólio* apresentaram, apesar da liquidez externa, o surpreendente total amortizações de US\$ 4,0 bilhões, ante ingressos de US\$ 5,1 bilhões, no ano anterior. Esse desempenho deveu-se, principalmente, do aumento de amortizações de *notes e commercial papers* (US\$ 6,2 bi), captações realizadas em 1996, que tinham seu prazo de vencimento nesse ano. O setor público também fechou o ano reduzindo suas obrigações com o exterior, contabilizando-se desembolsos líquidos de US\$ 235 mi no período.

A percepção de risco-país continuou o processo de consolidação e estabilizou-se a níveis reduzidos, em comparação ao período anterior, durante todo o ano de 2004. Pela primeira vez, desde 1998, o *spread* do C-bond situou-se abaixo dos 500 pontos. Foi o excepcional desempenho da balança comercial o principal responsável pela redução de risco, devido ao forte ingresso de moeda estrangeira, que facilitou o compromisso do governo de recompor as reservas internacionais. O país enfim, pela primeira vez desde a crise de restrição à liquidez externa de 2002, passa a ter resultados favoráveis nas contas externas.

4.7. O Primeiro semestre de 2005

As contas externas continuaram apresentando no início de 2005 a gradual melhoria iniciada em 2003, principalmente devido à balança comercial, que, com superávits

extraordinários, minimizou a necessidade de financiamento externo da economia brasileira. O setor privado quitou dívidas na forma de *notes e commercial papers* no primeiro semestre, totalizando amortizações de US\$ 1,6 bilhões, assim como elevou remessas de lucro para as matrizes em 70%, em comparação com o mesmo período do ano anterior aproveitando do momento de câmbio sobrevalorizado. Mesmo com as amortizações, no somatório da conta financeira, o primeiro semestre apresentou ingressos de 4,1 bilhões, favorecido pelo elevado ingresso de IED líquido no período (6,7 bilhões). (O ESTADO DE SÃO PAULO, 2005).

Com relação à percepção de risco, é o menor índice de todo o período analisado, ficando abaixo de 400 pontos durante todo o início do ano (mais detalhes no **Gráfico 4.1**). Comprovando que, de fato, o país passa por um momento bastante favorável em suas relações econômico-financeiras com o exterior.

4.8. Considerações Sobre o Capítulo

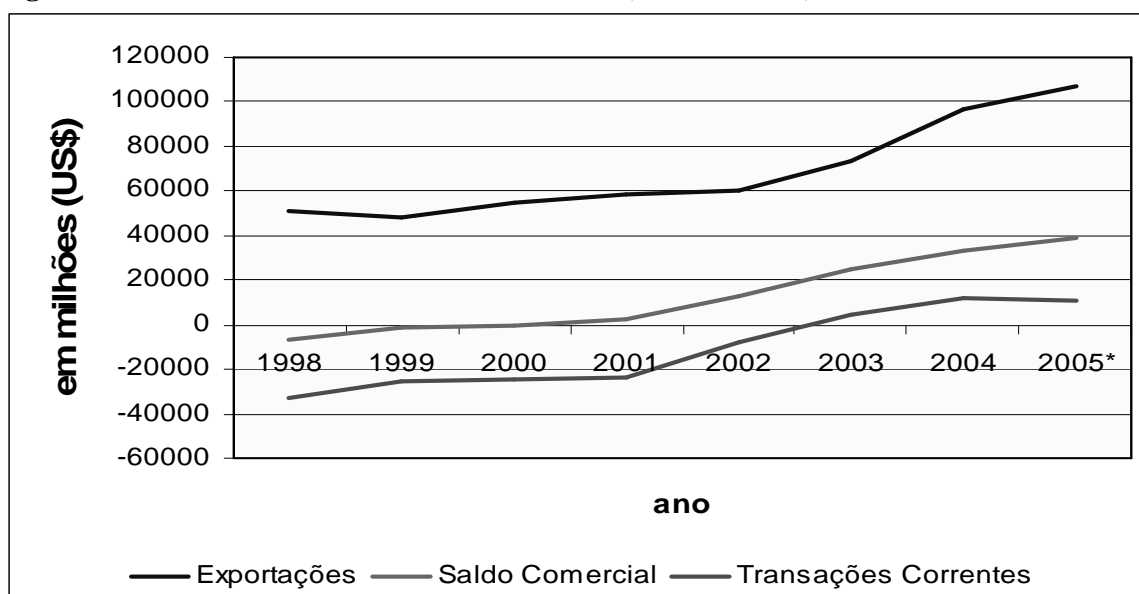
Neste capítulo foram sintetizados os principais dados econômicos do setor externo, os quais serão analisados estatisticamente no capítulo seguinte. Percebe-se no decorrer do período uma redução no montante de recursos provenientes tanto pela emissão de títulos públicos quanto de títulos privados. Pode-se considerar então que os mesmos perderam parte da importância que já tiveram em outros períodos econômicos (talvez em demasia), como forma necessária para financiar as contas nacionais.

Essa redução de importância e necessidade de financiamento pode também ser considerada processo natural após o país ter se consolidado sua participação no comércio internacional, primeiramente aproveitando-se da taxa de câmbio favorável à exportação e

mais recentemente do surgimento de novos mercados, principalmente de países emergentes como a Rússia e a China.

Desta maneira, observa-se no **Figura 5** que a partir de 2001 o país possui ano-a-ano saldo favorável em transações correntes, ou seja, tornou-se desnecessário financiá-la através da captação de recursos no exterior pela conta financeira, graças às exportações, que crescem desde 2000 a média de 15% ao ano. O saldo comercial desde então é suficiente para cobrir o déficit da balança de serviços.

Figura 5 – Gráfico do Saldo das Contas Externas (1998 – 2005*)



Fonte: Banco Central (elaboração própria)

* estimativa para o ano

Não obstante o consenso de redução da dívida, o excelente desempenho das exportações tornou-se a garantia do fluxo de capital estrangeiro para o país em volume mais que suficiente, desafogando outras contas nacionais que estão comprometidas com a impossibilidade de alteração devido ao elevado grau de endividamento. Portanto, mantendo-se aquecida a economia global, este problema conjuntural está resolvido.

CAPITULO V

5. INFERÊNCIA ESTATÍSTICA

Neste capítulo será apresentado o trabalho de análise entre as variáveis estudadas: o teste de confirmação da existência ou não de uma correlação linear de *Pearson* entre o *spread* do C-bond, e a entrada líquida de capitais no país via títulos e IED. Entretanto, será apresentado antes o raciocínio estatístico envolvido em tal mensuração.

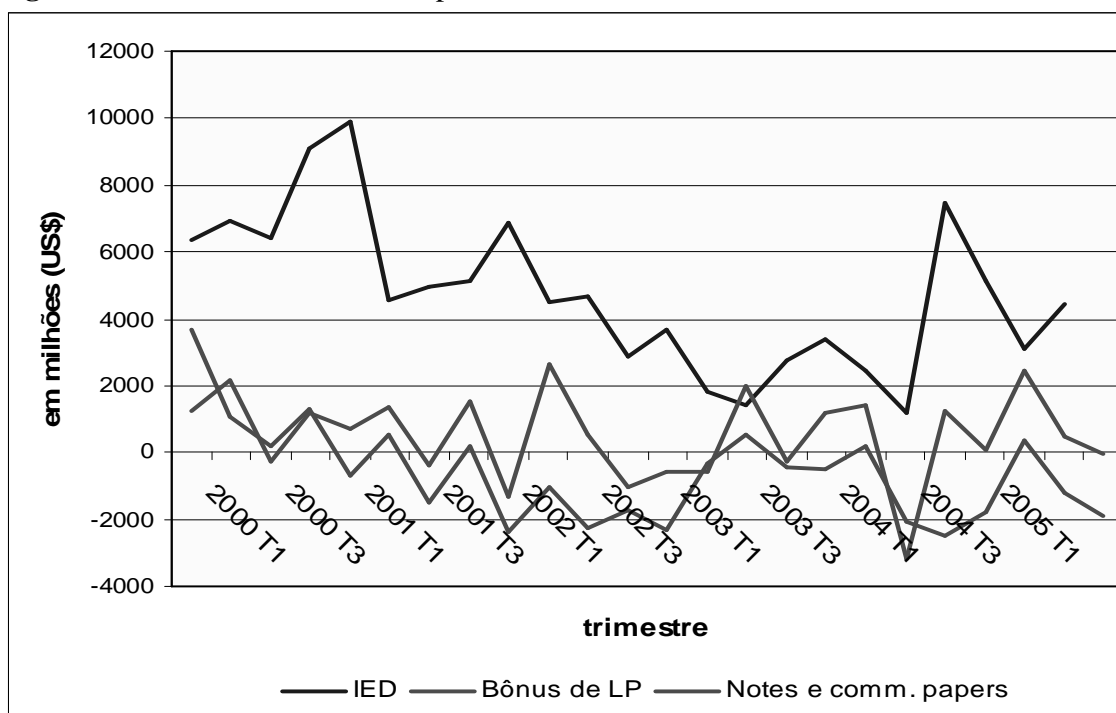
5.1. Variáveis correlacionadas

Segundo Barbetta (2001), duas variáveis quaisquer estão positivamente correlacionadas quando caminham num mesmo sentido, ou seja, valores de X tendem a ser pequenos quando valores de Y são pequenos e elementos com valores grandes de X tendem a ter valores grandes de Y. Da mesma forma que as variáveis podem estar negativamente correlacionadas quando elas caminham em sentidos opostos tendo um feito inverso nas variáveis, ou seja, enquanto X possui valores grandes, Y possui valores pequenos, e vice-versa.

No âmbito econômico, o teste de correlação de *Pearson*, que é um teste de correlação linear, pode ser utilizado para estudar qualquer associação entre duas variáveis. Entre exemplos de associação podem ser citados: o nível desemprego e salário, o crescimento do PIB e a taxa de poupança da economia e a correlação entre índice de inflação e taxa de desemprego. No estudo em questão, o teste será utilizado para evidenciar se existe correlação entre a percepção de risco e a entrada líquida de capitais. O

comportamento dos dados de percepção de risco foi apresentado anteriormente, na **Figura 3**. Segue na **Figura 6** o comportamento das variáveis em pesquisa que serão correlacionadas com a mensuração de risco:

Figura 6 – Gráfico do Fluxo de Capitais de 1999 a 2005:



Fonte: Banco Central do Brasil

A **Figura 6** mostra que o fluxo de capitais das variáveis em pesquisa oscilou constantemente no período. Com exceção do IED, bônus de longo prazo e *notes* e *comercial papers* obtiveram resultados trimestrais negativos. Os bônus de LP apresentaram saída de recursos no 3º trimestre de 2000, 2º e 4º de 2001, do 3º trimestre de 2002 ao 1º trimestre de 2003, assim como no 3º trimestre, e por último, no 2º trimestre de 2004. Por sua vez, *notes* e *comercial papers* apresentaram saída de recursos no 4º trimestre de 2000, no 2º trimestre de 2001, do 4º trimestre de 2001 ao 1º trimestre de 2003, no 3º e 4º trimestre

de 2003, apenas o 1º trimestre de 2004 não teve resultado negativo de fluxo e por último, houve saída de recursos no 2º trimestre de 2005.

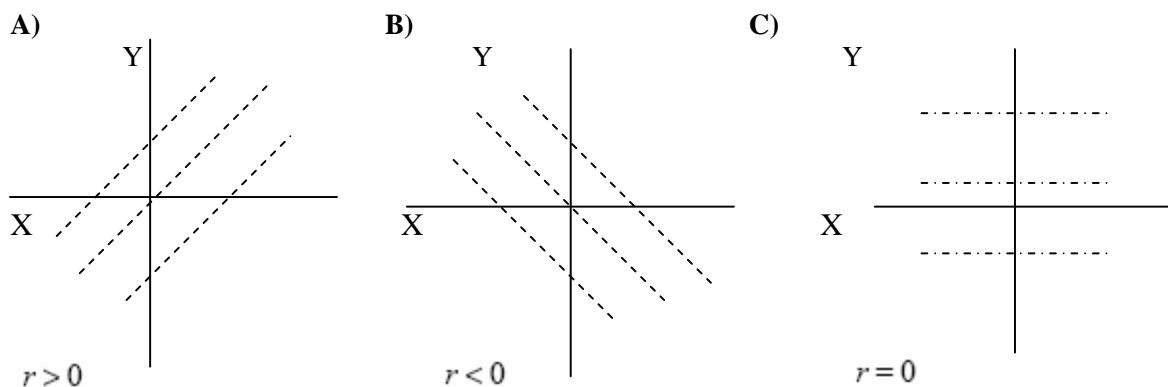
5.2. O Coeficiente de Correlação

O coeficiente de correlação, representado pela letra r , é utilizado para quantificar a associação entre duas variáveis quantitativas. Tal índice, de acordo com Ogliari e Andrade (2005), indica o quanto a nuvem de pontos aproxima-se de uma reta. Salientamos que duas variáveis podem apresentar uma associação, por exemplo, curvilínea, ao invés de linear. Neste trabalho trataremos somente da hipótese de associação linear entre as variáveis. O coeficiente de correlação, (r), é uma medida estatística que assume valores entre:

$$-1 \leq r \leq 1;$$

Onde $r = -1$ indica uma relação linear inversa perfeita e, $r = 1$ indica uma relação positiva perfeita entre as variáveis. Quando o valor de r for igual à zero, significa que não existe associação entre as variáveis. A aproximação dos pontos a uma reta, graficamente é apresentado como segue:

Figura 7 - Comportamento dos Gráficos de Correlação Linear:



Quando a associação das variáveis é positiva, o gráfico se assemelha ao **gráfico A**, onde a reta é positivamente inclinada; se é uma correlação negativa, ou seja, r é menor que zero, as variáveis se aproximam de uma reta negativamente inclinada (**gráfico B**); e caso r seja igual a zero, como no exemplo **C**, não existe correlação e o gráfico apresentará uma reta paralela ao eixo X.

5.3. A Construção do Coeficiente de Correlação

O teste de correlação foi feito no *software Statistics*, o qual padroniza automaticamente os dados; subtraindo do valor da variável o valor da média da amostra, e dividindo o resultado pelo desvio padrão dos dados¹¹. Por sua vez, o nível de significância é escolhido anteriormente pelo usuário do programa. Para esta presente pesquisa foi escolhido um nível de significância de 5%, num universo de 23 amostras. Vale ressaltar que

¹¹ Mais detalhes em: **BARBETTA** (2001).

o índice é considerado significativo estatisticamente quando $r < -0,5$ ou $r > 0,5$. Contudo, é dada as seguintes hipóteses:

H₀: As variáveis *estão* correlacionadas

H₁: As variáveis *não estão* correlacionadas

A partir desta condição é feito o teste a seguir:

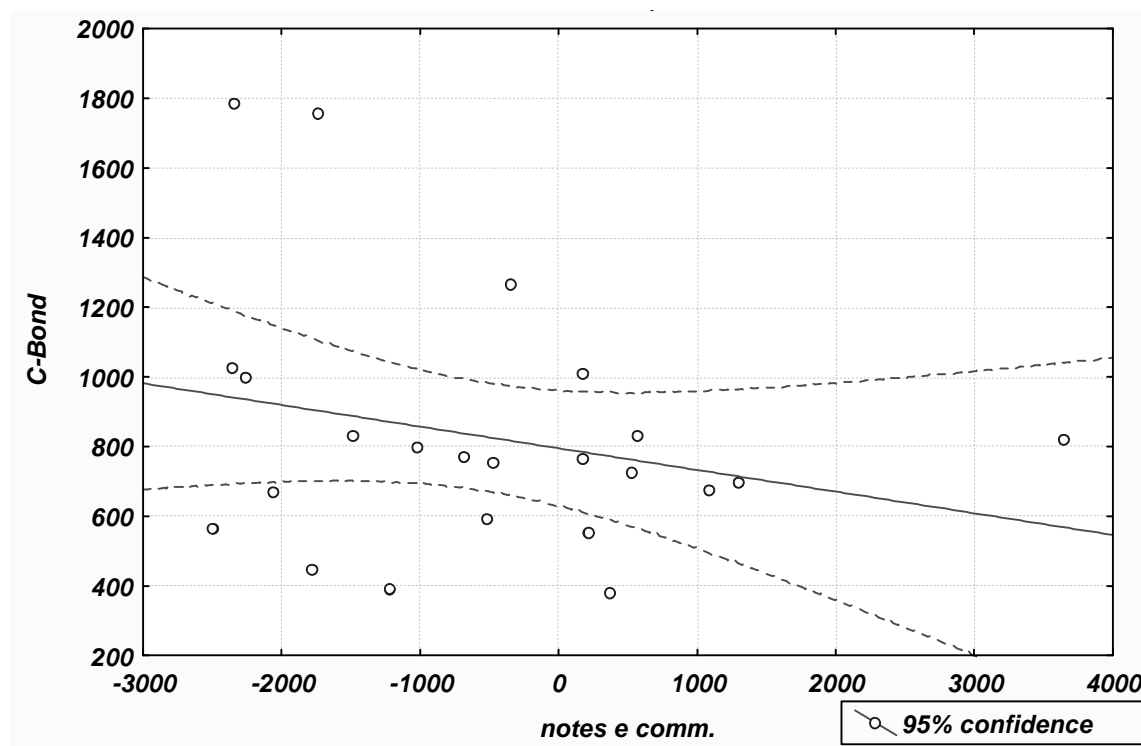
Tabela 2 – Índice de Correlação de *Pearson*:

Variáveis:	IE Direto	Bônus LP	Notes e <i>comm. papers</i>
<i>Spread C-Bond</i>	-0,2	-0,38	-0,25

Fonte: Banco Central do Brasil

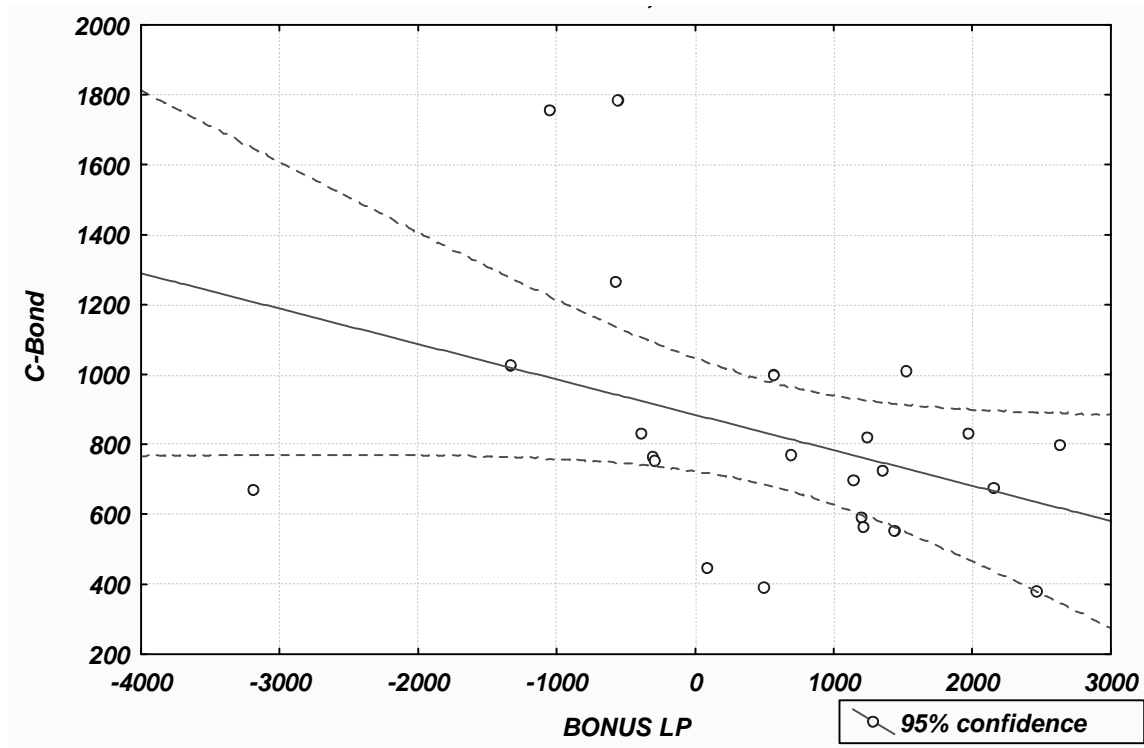
Os índices de correlação entre a percepção de risco, no caso demonstrado pelo *spread* do C-Bond, e as variáveis *notes* e *commercial papers*, Bônus de LP e IE direto, foram respectivamente: -0,25, -0,38 e -0,20; índices próximos de zero. Portanto, por todas situarem abaixo de zero, há uma correlação negativa, ou seja, a redução de uma representa o aumento de outra. Entretanto, é uma correlação muito baixa, estatisticamente insignificante. Tal conclusão pode ser melhor observada nos gráficos a seguir:

Figura 8 – Gráfico de Correlação Entre *Spread* do C-Bond e *Notes e Commercial Papers* a 95% de Nível de Confiança. Índice de Correlação: $r = -0,2546$.



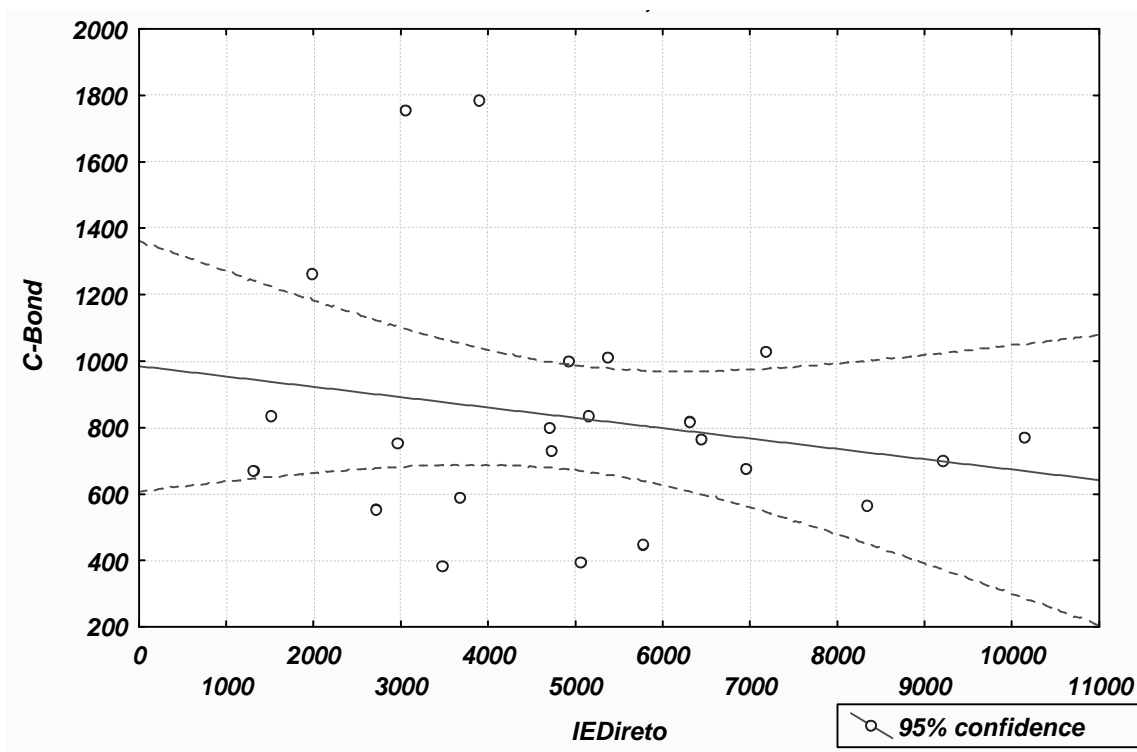
Os pontos azuis são os dados da pesquisa, percebe-se que estão bastante dispersos na **Figura 8**, assim como muitos deles ficam fora da área tracejada, correspondente ao limite do nível de confiança. A linha de tendência vermelha é quase plana, devido ao baixo índice de correlação, próximo à zero.

Figura 9 – Gráfico de Correlação Entre *Spread* do C-Bond e os Bônus de Longo Prazo a 95% de Nível de Confiança. Índice de Correlação: $r = -0,382$.



Esta variável é a que apresenta a maior correlação com a percepção de risco, entretanto ainda assim insignificante estatisticamente. A **Figura 9** se estreita próximo a 1000, devido à concentração de dados próximos àquela localidade.

Figura 10 – Gráfico de Correlação Entre *Spread* do C-Bond e Investimento Estrangeiro Direto a 95% de Nível de Confiança. Índice de Correlação: $r = -0,202$.



A **Figura 10** apresenta o menor índice de correlação da pesquisa (-0,2), podendo se afirmar que o nível de correlação entre o *spread* do C-Bond e o IE direto do período é quase nulo. Os dados se apresentam dispersos pelo gráfico com pontos localizados distante da linha de tendência, representada pela linha vermelha, o que representa, portanto, que os dados estão correlacionados com ausência de uma tendência comum. Por fim, podemos tirar a conclusão geral de que, considerando $r < -0,5$ corresponde a um nível de correlação negativa estatisticamente significativa, então não há correlação entre as variáveis.

5.4. O Resultado Obtido: Principais Fatores

Ao levar em consideração apenas as duas variáveis de correlação, era de se esperar, devido à teoria de escolha de ativos, que a redução da percepção de risco, representada pelo *spread* do C-bond, afetasse positivamente o fluxo de recursos externos, e, portanto, se observa um nível considerável de correlação no teste entre as variáveis em estudo. Entretanto, fica evidente que isto não ocorre entre elas. Pode-se considerar então que, ao cálculo efetuado no teste, não se é possível acrescentar as demais conjunturas econômicas que envolvem o ingresso e a saída de recursos externos. Ao fim se chega à conclusão que são estas que determinam a emissão de títulos, numa relação da causa – conjuntura econômica – e consequência – política de financiamento externo.

A política de financiamento do governo sofreu um choque após a mudança do regime de câmbio em 1999. Surgiu o consenso de que se deveria alterar a composição da dívida pública, o que só foi iniciado em 2003 devido à passada crise de liquidez do ano de 2002. A partir de então, a dívida pública vai gradativamente se “internalizando”. Os títulos do mercado interno indexados ao dólar praticamente se extinguiram (no final de 2005 representavam 5% do total), e a dívida externa também tem se reduzido gradativamente. O ministro da fazenda na atualidade (Antonio Palocci) tem dito publicamente a intenção dos formuladores de política econômica de incentivar compra de papéis da dívida interna por estrangeiros, minimizando a importância da dívida externa e reduzindo o percentual de dívida pública em moeda estrangeira. Somado a isso, temos o *mainstream* surgido após o Consenso de Washington, de que o populismo econômico, pelo excesso de gastos e endividamento do Estado, era o responsável pelo atraso econômico da América Latina.

A atual conjuntura também incentiva e proporciona tal mudança. A balança comercial bate recordes de superávit, e a conta corrente tem se mantido positiva desde 2003, portanto não há necessidade de financiamento externo para, pelo menos, cobrir as

contas negativas com o exterior. Contudo, a inferência estatística veio a comprovar que a redução dos papéis emitidos no exterior, tanto do setor público quanto do setor privado, é uma opção dos agentes econômicos, não uma restrição externa.

CAPÍTULO VI

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Economistas em geral elaboram pesquisas sobre o comportamento do fluxo de capitais existente no mercado. Incentivos não faltam, tendo em vista a sua importância na economia mundial. É através deste volume elevado de transferências que a liquidez externa se torna disponível a países que internamente a liquidez é insuficiente. Portanto, a volatilidade do capital garante uma melhor alocação de recursos na economia como um todo. Somado a isso, tem-se nacionalmente a necessidade histórica de receber recursos provenientes do exterior.

Neste trabalho, o incentivo para pesquisar sobre o mercado de capitais não foi diferente. Foram trabalhadas as variáveis de relações financeiras do Brasil com o exterior, desenvolvidas separadamente nos capítulos anteriores, até se ter a revisão teórica necessária para elaborar o teste de correlação, detalhado no capítulo 5.

Não foi por acaso a escolha por correlacionar variáveis. No âmbito sócio-econômico há inúmeros exemplos de relações entre acontecimentos distintos - causa e efeito – muitos deles sem definição, levando pesquisadores a diferentes conclusões. Na sociedade pode-se dizer que o aumento da pena para os crimes levaria a uma redução dos mesmos, portanto intensidade da pena e criminalidade possuiriam correlação. Indicadores mostram que os candidatos vencedores são aqueles que tiveram os maiores gastos na campanha eleitoral, é provável então que exista uma correlação entre fatores. Na economia, países com elevado nível de investimento possuem, paralelamente, um elevado crescimento econômico, apontando a existência de correlação entre dois fatores – investimento e crescimento.

Entretanto, índices de correlação podem levar a conclusões equivocadas. Como a lenda do czar russo, por exemplo, que ao perceber que eram nas cidades com maior número de médicos onde a epidemia se encontrava mais alastrada, ordenou o extermínio de todos eles.

Para evitar o erro do czar russo, é importante para a pesquisa a inferência estatística. Nela concluiu-se que não existe uma forte correlação entre a entrada líquida de capitais e a percepção de risco, representado pelo *spread* do C-Bond. Não obstante deve se deixar claro que se tratou o risco como causa de alterações na entrada de capitais, nessa ordem, o que de fato se mostrou irrelevante, ao menos estatisticamente.

Chegou se a conclusão que questões políticas e correntes econômicas de pensamento são mais importantes para se determinar o fluxo de capitais em um país em desenvolvimento como o Brasil do que o risco-país.

Após o Consenso de Washington, prevaleceu sobre os países da América Latina a idéia de mudar as diretrizes para o desenvolvimento, acarretando entre as principais metas econômicas reduzir a dívida pública, apesar destas, se comparadas com a de países desenvolvidos não é alta (a dívida líquida pública do Canadá é de 102% do PIB enquanto a do Brasil é de 57% do PIB, ambas em 2005), entretanto é considerada pela comunidade internacional em níveis muito elevado para uma economia também considerada frágil.

Somado ao *mainstream*, tem-se a opção dos formuladores de política econômica de aproveitando o cenário econômico favorável, alterar o perfil da dívida pública, ou em outras palavras internalizá-la, passar a negociar em papéis emitidos no mercado interno. Nele, embora os títulos da dívida negociados possam ser indexados ao dólar, esta é uma parcela mínima da dívida (menos de 5% do total). Prevalecem papéis indexados a índices de preços, e principalmente à taxa SELIC, que correspondem a 49% do total. Portanto, opta-se em reduzir gradativamente o montante de dívida em moeda estrangeira, isto é,

obrigações brasileiras com o exterior, na justificativa de que manter passivos em moeda estrangeira pode ser mais oneroso ao Estado devido a oscilações na taxa de câmbio, que podem vir a ocorrer, no caso de uma crise externa de restrição à liquidez. Entretanto, na história econômica brasileira, em muitas passagens fez-se necessário a aquisição de recursos no exterior.

A dívida externa foi, em períodos anteriores, o motor do desenvolvimento do país. A década de 50 e o período do II PND¹² são exemplos. Entretanto, a captação em demasia de recursos no exterior somada à crise da dívida no início da década de 80, transformou, naquela década, a visão sobre a dívida externa: de propulsora da economia a motivo do atraso da mesma, devido ao fechamento do acesso a capitais externos não só para o Brasil, mas para todas as economias emergentes. Apesar dos acordos de renegociação que vieram a seguir, cicatrizes desse período continuam abertas. A emissão de papéis no exterior ainda é excessivamente onerosa para o Estado, e conseqüentemente para as empresas residentes no país, portanto, sem poupança, se restringe a capacidade de investimento na economia doméstica.

Após anos de estagnação econômica, a dívida externa tornou-se um termo econômico popularmente conhecido, pois foi indicado como o responsável pela incapacidade da economia de voltar a crescer. O comportamento econômico atualmente se inverteu: quitar obrigações com o exterior, ou seja, reduzir poupança externa é a diretriz ideal para o país voltar a se desenvolver, enquanto ingresso de capitais líquidos externos é visto como sinal de fraqueza econômica.

¹² Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento, implantado pelo general Geisel em 1974 e teve duração de cinco anos. Mais informações em: http://www.abphe.org.br/congresso2003/Textos/Abphe_2003_64.pdf

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDIMA. **Brasil para Investidores Estrangeiros**; Relatório Econômico. Rio de Janeiro: Andima, 1996.

ANDIMA. **Dívida Pública: Propostas para Ampliar a Liquidez**. Relatório Econômico: Rio de Janeiro, 2003.

BARBETTA, Pedro A. **Estatística Aplicada às Ciências Sociais**. 4. ed. Florianópolis: UFSC, 2001.

BLANCHARD, Oliver. **Macroeconomia – Teoria e Política Econômica**. Editora Campus: Petrópolis, 2001.

CARNEIRO, Dionísio Dias. **Crescimento com estabilidade em ambiente turbulento: Herança dos anos noventa e os novos desafios para a política econômica brasileira**. Departamento de Economia da Pontifícia Universidade do Rio de Janeiro – PUC, abril de 2003.

CARNEIRO, Dionísio Dias, HON WU, Thomas Yen. **Câmbio, Juros e o Movimento de Reservas: Faz Sentido o Uso de um “Quebra – Molas”?**. Departamento de Economia da Pontifícia Universidade do Rio de Janeiro – PUC, janeiro de 2002.

CAVES, Richard E., FRANKEL, Jeffrey A., JONES, Ronald W. **Economia Internacional – Comércio e Transações Globais**. São Paulo: Saraiva, 2001.

CHACHOLIADES, Miltiades. **International Economics**. Makron, MC Graw Hill, 1990.

DORNBUSCH, Rudiger, FISCHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

DUARTE, Sandra. **O Comportamento do Item Viagens Internacionais – período de 1982 à 2000**. Florianópolis: 2001. Pág. 72.

EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital – Uma História do Sistema Monetário Internacional**. 1. ed. São Paulo: 34,2000.

ELLSWORTH, P. T. **Economia Internacional**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1985.

FREGONI, S. **Balança Comercial Bate Recorde no Primeiro Semestre**. O Estado de São Paulo. São Paulo, 27 de jul. de 2005.

GONÇALVES, Reinaldo, BAUMANN, Renato, CANUTO, Otaviano, PRADO, Luiz Carlos Delorme. **A Nova Economia Internacional: uma perspectiva brasileira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

KRUGMAN, Paul R., OBSTFELD, Maurice. **Economia Internacional – Teoria e Política**. 5. ed. São Paulo: Makron Books, 2001.

LEVITT, Steven D., DUBNER, Stephen J. **Freakonomics**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

MELO, Giovani Monteiro. **Determinantes de Investimento Privado no Brasil: 1970 – 1995**. Brasília, novembro de 1998.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. 5ª ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

NUNES, Eduardo Pereira. **Integração entre Operações não Financeiras e Operações Financeiras**. Departamento de Economia da Pontifícia Universidade do Rio de Janeiro – PUC, junho de 2004.

PILBEAM, Keith. **International Finance**. 2.ed. Londres: Macmillan, 1998.

PINDYCK, Robert S., RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

SANDRONI, P. **Novo Dicionário de Economia**. São Paulo: Best Seller, 1994.

FONTES DE PESQUISA

AVERBUG, André, GIAMBIAGI Fabio. **A Crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Conseqüências**. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/td/td-77.pdf>. Acesso em 11 de jan. 2006.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Dados Trimestrais do Balanço de Pagamentos até 2005**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/notaecon/balpagt.zip>. 18 nov. 2004. Acesso em 08 de fev. de 2006.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Análise do Financiamento Externo a uma Pequena Economia Aplicação Teórica do Monetário ao Caso Brasileiro: 1991-1998**. Trabalho para Discussão 10. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps10.pdf>. Acesso em 11 de jan. 2006.

_____. Banco Central do Brasil. **Bônus da Dívida Externa**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?BONUS>. Acesso em 2 de fev. 2006.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 1999.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel1999cap1p.pdf>. Acesso em 10 de nov. 2005.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2000.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel2000cap1p.pdf>. Acesso em 12 de nov. 2005.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2001.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel2001cap1p.pdf>. Acesso em 12 de nov. 2005.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2002.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel2002cap1p.pdf>. Acesso em 13 de nov. 2005.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2003.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel2003cap1p.pdf>. Acesso em 13 de nov. 2005.

_____. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central: relatório anual de 2004.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/banual99/rel2004cap1p.pdf>. Acesso em 13 de nov. 2005.

_____. Banco Central do Brasil. **Notas Metodológicas do Balanço de Pagamentos.** Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/material/contsoc/BC%20-%20BPM5%20Metodologia.pdf>. Acesso em 04 de nov. de 2004.

_____. Banco Central do Brasil. **Perguntas Sobre Economia Brasileira: Risco-País.** Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ9-Risco%20País.pdf>. Acesso em 27 de fev. de 2005.

_____. Ministério da Fazenda. **Desempenho da atividade econômica.** Disponível em: www.fazenda.gov.br/portugues/real/real26b.asp. Acesso em 24 nov. 2004.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Desempenho da atividade econômica.** Disponível em: www.fazenda.gov.br/portugues/real/real26b.asp. Acesso em 24 nov. 2004.

ESTADOS UNIDOS. Willianson, John. **What Washington Means by Policy Reform.** Institute for Intenational Economics. Disponível em: <http://www.iie.com/publications/papers/williamson1102-2.htm>. Acesso em 23 fev. 2005.

FED. Federal Reserve Bank of St. Louis. **Economic Research.** Disponível em: <http://www.stlouisfed.org>. Acesso em 04 de dez., 2005.

GARCIA, M. PAULA, Á. BEVILAQUA, A. **Prêmio de Risco e Política Monetária em Economias Latino Americanas durante as Recentes Crises Internacionais.** Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Papers/premioderiscoAL.PDF> Acesso em 12 de nov. de 2005.

GARCIA, Marcio G. P. **Dívida Pública: Como Alongá-la Baixando Juros?** Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/juro.PDF>. Acesso em 20 de nov. 2005.

GOLDFAJN, Ilan, PAULA, Áureo de. **Uma Nota Sobre a Composição Ótima da Dívida Pública – Reflexões para o Caso Brasileiro.** Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td411.pdf>. Acesso em 11 de jan. 2006.

IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Boletim de Conjuntura. **Dados Macroeconômicos.** Disponível em: www.ipeadata.gov.br. Acesso em: 02 de fev., 2006

LIMA, Marcos C. **O Estado e as Políticas de Ajuste na América Latina dos Anos 1990: As abordagens do Consenso de Washington, da Crise Fiscal e do Neo-estruturalismo.** Disponível em: <http://www.fundaj.gov.br/observanordeste/obte024.pdf>. Acesso em 15 de jan., 2006.

ANEXO I

Dívida externa líquida pública e privada, C-Bond *spread*, taxa de juros norte-americana e ingresso de recursos externos.

Tabela I : Dívida Externa e C-Bond Spread - 4º trimestre de 1999 ao 2º trimestre de 2005

Período	Setor Público Líquida R\$ (milhões)	Privada de Médio / Longo Prazos US\$ (milhões)	Privada de Curto Prazo US\$ (milhões)	C-Bond Spread (pontos-base)
4º trim 1999	112519,82	116712,6	20099	816,18
1º trim 2000	105660,68	116996	24073,89	673,25
2º trim 2000	110950,82	115860	23523	762,57
3º trim 2000	107453,23	115061	23706	696,58
4º trim 2000	112466,67	99720,36	26184	768,38
1º trim 2001	107558,92	87807,25	24842,22	726,72
2º trim 2001	121887,2	90651,56	25544,93	831,08
3º trim 2001	133902,73	92629,92	25911,6	1009,33
4º trim 2001	137659,06	89521,49	26470,67	1025,79
1º trim 2002	132504,58	86023	27231,2	797,24
2º trim 2002	143786,59	84351	29031	995,89
3º trim 2002	210181,28	81086,24	30056	1754,6
4º trim 2002	232125,48	77005,32	24812,93	1784,44
1º trim 2003	222190,56	77381	23285,49	1264,2
2º trim 2003	189871,99	76972,12	23565,49	830,53
3º trim 2003	192023,87	77114	21205,96	752,67
4º trim 2003	186366,9	74950,24	18889,42	588,26
1º trim 2004	179210,91	73735,09	20182,91	552,88
2º trim 2004	173706,12	71801,99	20151,91	667,41
3º trim 2004	164268,48	69521	19813,84	561,39
4º trim 2004	151498,58	67918	18613,21	445,9
1º trim 2005	119291,33	66562	18743,11	379,05
2º trim 2005	96416,19	64578,48	20453,92	391,34

Fonte : Ipeadata

Tabela II : Taxa de Juros dos EUA - outubro de 1999 à junho de 2005

Período	Taxa de Juros (% a. a.)
out/99	5,36
nov/99	5,50
dez/99	6,34
jan/00	5,74
fev/00	5,83
mar/00	6,01
abr/00	6,10
mai/00	6,49
jun/00	6,60
jul/00	6,57
ago/00	6,55
set/00	6,56
out/00	6,55
nov/00	6,56
dez/00	6,62
jan/01	5,83
fev/01	5,47
mar/01	5,09
abr/01	4,77
mai/01	4,11
jun/01	3,86
jul/01	3,76
ago/01	3,59
set/01	2,99
out/01	2,43
nov/01	2,08
dez/01	1,90
jan/02	1,75
fev/02	1,81
mar/02	1,84
abr/02	1,81
mai/02	1,80
jun/02	1,80
jul/02	1,78
ago/02	1,76
set/02	1,78
out/02	1,77

Tabela II - continuação

Período	Taxa de Juros (% a. a.)
nov/02	1,39
dez/02	1,37
jan/03	1,29
fev/03	1,27
mar/03	1,25
abr/03	1,26
mai/03	1,26
jun/03	1,10
jul/03	1,05
ago/03	1,07
set/03	1,07
out/03	1,06
nov/03	1,06
dez/03	1,09
jan/04	1,04
fev/04	1,03
mar/04	1,03
abr/04	1,04
mai/04	1,05
jun/04	1,21
jul/04	1,37
ago/04	1,55
set/04	1,73
out/04	1,86
nov/04	2,09
dez/04	2,34
jan/05	2,44
fev/05	2,57
mar/05	2,77
abr/05	2,94
mai/05	3,05
jun/05	3,20

Fonte : Federal Reserve Bank

Tabela III : Ingresso de Recursos Externos - 4º trimestre de 1999 à 2º trimestre de 2005

Período	Investimento Estrangeiro Direto US\$(milhões)	Bônus de Longo Prazo US\$ (milhões)	<i>Notes e Commercial Papers</i> US\$(milhões)
4º trim 1999	6308	1237	3655
1º trim 2000	6965	2160	1091
2º trim 2000	6440	-296	178
3º trim 2000	9226	1150	1299
4º trim 2000	10148	695	-682
1º trim 2001	4738	1353	530
2º trim 2001	5163	-386	-1476
3º trim 2001	5381	1528	178
4º trim 2001	7176	-1335	-2349
1º trim 2002	4719	2635	-1019
2º trim 2002	4922	563	-2254
3º trim 2002	3048	-1049	-1729
4º trim 2002	3901	-551	-2336
1º trim 2003	1977	-575	-345
2º trim 2003	1523	1981	567
3º trim 2003	2966	-289	-474
4º trim 2003	3677	1202	-510
1º trim 2004	2719	1435	218
2º trim 2004	1326	-3180	-2061
3º trim 2004	8335	1211	-2494
4º trim 2004	5785	95	-1774
1º trim 2005	3489	2461	371
2º trim 2005	5077	497	-1220

Fonte : Banco Central do Brasil