

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO

RENATO ARAÚJO TRAVASSOS FARIA

**RISCO BRASIL E ENDIVIDAMENTO EXTERNO E  
FISCAL**

RIO DE JANEIRO

2007

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

RENATO ARAÚJO TRAVASSOS FARIA

RISCO BRASIL E ENDIVIDAMENTO EXTERNO E FISCAL

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de mestre em Administração

ORIENTADORA: Prof. Margarida Gutierrez  
D.Sc. em Economia, UFRJ

RIO DE JANEIRO

2007

Faria, Renato Araújo Travassos

Risco Brasil e Endividamento Externo e Fiscal / Renato Araújo Travassos Faria. – Rio de Janeiro, 2007.

63 f: il

Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2007.

Orientadora: Margarida Sarmiento Gutierrez.

1. Risco Brasil. 2. Fundamentos Macroeconômicos. 3. Endividamento Externo e Fiscal 4. Finanças – Teses. I. Gutierrez, Margarida Sarmiento (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto COPPEAD de Administração. III. Título.

# RISCO BRASIL E ENDIVIDAMENTO EXTERNO E FISCAL

RENATO ARAÚJO TRAVASSOS FARIA

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de mestre em Administração

Aprovada por:

\_\_\_\_\_ - Orientadora

Margarida Sarmiento Gutierrez, D.Sc., IE/UFRJ

\_\_\_\_\_

André Luiz Carvalhal da Silva, D.Sc., COPPEAD/UFRJ

\_\_\_\_\_

Flávia Mourão Graminho, Ph.D., UCLA (EUA)

Rio de Janeiro

Maio de 2007

**Ao Brasil e à minha querida cidade natal, Rio de Janeiro, por tudo o que representam para mim e pela esperança de um futuro muito melhor**

## AGRADECIMENTOS

Agradeço à diretoria do **Banco Central do Brasil**, que me propiciou esta oportunidade de cursar o tão sonhado mestrado em Administração, com ênfase em Finanças, do Instituto Coppead. Também dedico este agradecimento ao meu ex-chefe, **Amadeu Caparroz**, que foi fundamental para que este sonho se tornasse uma realidade, bem como à **Juliana Correa** e à minha orientadora técnica **Ana Carla Abrão Costa**. Agradeço à **Flávia Mourão Graminho**, que gentilmente aceitou fazer parte da banca.

Os funcionários e professores do Instituto Coppead também tiveram uma importância fundamental nestes últimos 2 anos, principalmente os da área de Finanças. Meu muito obrigado aos professores **Eduardo Facó**, **Celso Lemme**, **Ricardo Leal**, **Winston Fritsch**, **Marcos Ávila**, **Letícia Casotti**, **Peter Wanke**, **Adriana Hilal**, **Eduardo Saliby**, e **Agrícola Bethlem**. Agradeço também ao professor **André Carvalhal**, membro da banca, que me auxiliou na fase final da dissertação. Um muito obrigado especial à professora **Margarida Gutierrez**, que realizou uma orientação bastante firme e profissional.

Não posso deixar de realizar o meu agradecimento familiar. Agradeço à minha mulher **Leslie**, que foi minha fiel companheira, por sua paciência e apoio, principalmente nos primeiros meses do mestrado, que coincidiram com os primeiros meses de nosso casamento. Agradeço de forma bastante carinhosa também aos meus pais, **Sandra** e **Mauro**, e irmãos, **Ana Paula** e **Alexandre**, bem como ao meu sobrinho **Rodrigo** e cunhado **Carlos**, pai de minha sobrinha Mariana que está por vir. Não posso deixar de mencionar os meus queridos avós maternos, **Amaura** e **Milton**, que sempre foram um exemplo de honestidade e de caráter, e sem os quais não poderia ter chegado até aqui. Agradeço também aos meus avós paternos, **Marina** e **Lauro**, por seu carinho e amizade.

Ao meu grande amigo **Vinícius**, o Rei, pelo seu apoio e conselhos nos caminhos a serem trilhados e a todos os outros grandes amigos, **Zé Paulo**, **Rodrigo**, **Filipe**, **Augusto**, **Barbalhinho** e **Allyson**. Não posso deixar de agradecer à amiga **Júlia**

**Nicolau** pelo grande e inestimável apoio na fase final da dissertação e nos testes econométricos.

**Success consists of going from failure to failure  
without loss of enthusiasm.**

Winston Churchill

## RESUMO

FARIA, Renato Araújo Travassos. **Risco Brasil e Endividamento Externo e Fiscal**. Orientadora: Margarida Sarmiento Gutierrez. Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ; 2007. Dissertação (Mestrado em Administração)

O risco país é um dos principais indicadores utilizados atualmente para a avaliação de riscos de investimentos nas economias emergentes. Este trabalho pretende estabelecer análises qualitativas e relações estatísticas entre o risco Brasil e os fundamentos econômicos brasileiros, principalmente o endividamento externo e o endividamento fiscal. O período de análise dos fundamentos econômicos corresponde ao período após a implantação do plano Real, com mais ênfase ao período após a flexibilização cambial. As análises dos dados, fatos e evidências comprovam que a melhora nos fundamentos econômicos, com ênfase para o endividamento externo e o endividamento fiscal, pode contribuir para a redução do risco Brasil e do risco-país de outras economias emergentes.

## ABSTRACT

FARIA, Renato Araújo Travassos. **Risco Brasil e Endividamento Externo e Fiscal.** Orientadora: Margarida Sarmiento Gutierrez. Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ; 2007. Dissertação (Mestrado em Administração)

The Country Risk Index is one of the main indexes currently used to assess risks exposures of investments in emerging markets. This work intends to establish quantitative analysis and statistical relations between Brazilian Country Risk and Brazilian economic fundamentals and parameters, mainly external and tax liabilities. The economic fundamentals' term is the period after the Real currency implementation plan, emphasizing the term after the exchange flexibility. The data, facts and evidences' analysis confirm that improvement on economic fundamentals, focusing on external and tax liabilities may be effective in reducing the Brazilian risks exposures and other emerging markets Country Risks.

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – RESERVAS INTERNACIONAIS DE JANEIRO DE 1994 A JANEIRO DE 1999.....	22
GRÁFICO 2 – TAXA DE CÂMBIO R\$/US\$ NO PLANO REAL.....	25
GRÁFICO 3 – INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS DIRETOS (US\$ BILHÕES).....	26
GRÁFICO 4 - METAS DA TAXA SELIC ESTABELECIDAS PELO COPOM.....	30
GRÁFICO 5 – BALANÇA COMERCIAL 1994 – 2006 (US\$ BILHÕES).....	31
GRÁFICO 6 – RESERVAS INTERNACIONAIS (MÉDIA ANUAL EM US\$ BILHÕES) E TAXAS DE CÂMBIO.....	32
GRÁFICO 7 – TRANSAÇÕES CORRENTES EM US\$ BILHÕES 1994-2006.....	33
GRÁFICO 8 – SOMA DA CONTA DE CAPITAL E DA CONTA FINANCEIRA EM US\$ BILHÕES 1994-2006.....	34

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1- DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL – CARACTERÍSTICAS DAS EMISSÕES VOLUNTÁRIAS .....	1
TABELA 2 – RISCO-PAÍS (EMBI+).....	7
TABELA 3 – COMPARAÇÃO DA CORRELAÇÃO ENTRE BOLSAS DA AMÉRICA LATINA E O EMBI (02/01/1996 A 28/06/2002).....	8
TABELA 4 – VARIAÇÃO ANUAL DO PIB ATÉ 1994 .....	14
TABELA 5 – VARIAÇÃO ANUAL DA INFLAÇÃO IPCA ATÉ 1994.....	17
TABELA 6 – MÉDIA MENSAL EMBI+ BRASIL – 1998 .....	23
TABELA 7 – VARIAÇÃO ANUAL DO PIB 1994-2006.....	26
TABELA 8 – VARIAÇÃO ANUAL DA INFLAÇÃO IPCA 1995 – 2006.....	28
TABELA 9 – PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA (%) .....	35
TABELA 10 – RESULTADOS FISCAIS E DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA (% do PIB) .....	35
TABELA 11 - ESTIMAÇÃO DOS PARÂMETROS DO MODELO DE ANÁLISE DE CRÉDITO.....	40
TABELA 12 - RESULTADOS POR VARIÁVEL DO MODELO DE ANÁLISE DE CRÉDITO.....	40
TABELA 13 - OUTPUTS DA REGRESSÃO MÚLTIPLA ENTRE DIVERSOS INDICADORES ECONÔMICOS E O EMBI+ (VARIÁVEL DEPENDENTE).....	41
TABELA 14 - OUTPUTS DAS REGRESSÕES SIMPLES ENTRE DIVERSOS INDICADORES ECONÔMICOS E O EMBI+ (VARIÁVEL DEPENDENTE).....	42
TABELA 15 - $R^2$ ENTRE A TAXA DE JUROS NORTE-AMERICANA E O RISCO PAÍS .....	43
TABELA 16 - RELAÇÃO DÍVIDA EXTERNA / PIB (%) - MÉDIA ANUAL.....	45
TABELA 17 – PERCENTUAL DA DÍVIDA DE CURTO PRAZO NA DÍVIDA EXTERNA TOTAL – MÉDIA ANUAL.....	45
TABELA 18 – RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA / PIB (%).....	48
TABELA 19 – RESULTADO EM TRANSAÇÕES CORRENTES / PIB (%).....	48
TABELA 20 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO LÍQUIDO (% PIB).....	49
TABELA 21 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS.....	51
TABELA 22 – OUTPUT DO MODELO DE DADOS EM PAINEL COM EFEITOS FIXOS NAS UNIDADES <i>CROSS-SECTION</i> E NAS OBSERVAÇÕES TEMPORAIS .....	51

TABELA 23 – OUTPUT DO MODELO DE DADOS EM PAINEL COM EFEITOS FIXOS NAS UNIDADES <i>CROSS-SECTION</i> E NAS OBSERVAÇÕES TEMPORAIS, EXCLUINDO A TURQUIA DA VARIÁVEL TRANSAÇÕES CORRENTES / PIB .....	52
TABELA 24 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (% PIB) ..	53

## SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	1
1.1.	OBJETIVO GERAL	3
1.2.	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	3
1.3.	HIPÓTESE	3
1.4.	METODOLOGIA	4
1.5.	JUSTIFICATIVA DO TEMA	4
1.6.	ESTRUTURA DO TRABALHO	4
2.	RISCO-PAÍS	6
2.1	INTRODUÇÃO	6
2.2	DADOS OBSERVADOS	7
2.3	FATORES EXTERNOS	9
2.4	RELAÇÃO ENTRE RISCO-BRASIL E FUNDAMENTOS ECONÔMICOS – UMA AVALIAÇÃO PRELIMINAR	11
3.	FUNDAMENTOS ECONÔMICOS BRASILEIROS	14
3.1	PLANO REAL – 1ª FASE	18
3.2	PLANO REAL – 2ª FASE	24
4.	RISCO BRASIL E ENDIVIDAMENTO EXTERNO E FISCAL	36
4.1	ABORDAGEM ESTRUTURAL DE ROCHA, MOREIRA E MAGALHÃES	36
4.2	ANÁLISE EMPÍRICA	41
4.3	MODELO DE DADOS EM PAINEL	50
4.4	A AGENDA FISCAL: PERSPECTIVAS	53
5.	CONCLUSÃO	57
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	61

# 1. INTRODUÇÃO

O risco país atualmente é um dos principais indicadores utilizados para descrever a capacidade de um país de honrar seus compromissos.

Ele indica a diferença em pontos entre os juros recebidos pela aplicação em títulos soberanos do país e os juros pagos pela aplicação nos títulos considerados os mais seguros do mundo, que são os títulos do tesouro dos Estados Unidos da América.

O risco país é um indicador muito importante para a economia. Além de medir a confiança dos investidores internacionais na capacidade do país honrar seus compromissos, as suas variações produzem impactos que podem ser relevantes nos fundamentos macroeconômicos. No caso brasileiro, quando ocorre a elevação do risco Brasil, ela pode vir acompanhada de uma elevação do dólar, i.e, uma desvalorização do real. Esta desvalorização do real por sua vez pode aumentar o preço dos insumos importados e provoca pressões inflacionárias. A combinação de juros altos e pressões inflacionárias provoca tendência de recessão ou de crescimento do PIB abaixo do seu potencial. Desta forma, pode-se dizer que o risco país é um indicador bastante importante.

No caso brasileiro, existe uma série de títulos soberanos utilizados para medir o risco Brasil. Alguns destes títulos são apresentados na Tabela 1, de acordo com os dados obtidos no sítio do Tesouro Nacional.

TABELA 1- DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL – CARACTERÍSTICAS DAS EMISSÕES VOLUNTÁRIAS

TÍTULOS	Tranche	Data da Emissão	Vencimento	Prazo	Cupom		Spread Lançamento
					% a.a	Período	
DM 2007		26.02.97	26.02.07	10 anos	8 %	anual	242
Global 2027	1a Tranche	09.06.97	15.05.27	30 anos	10,125 %	semestral	395
Global 2027	2a Tranche	27.03.98	15.05.27	30 anos	10,125 %	semestral	440
Eurolibra 2007		30.07.97	30.07.07	10 anos	10,00%	anual	268
Global 2008		07.04.98	07.04.08	10 anos	9,375%	semestral	375
Global 2009		25.10.99	15.10.09	10 anos	14,50%	semestral	850
Euro 2006	1a Tranche	17.11.99	17.11.06	7 anos	12,00%	anual	685
Euro 2006	2a Tranche	17.11.99	17.11.06	7 anos	12,00%	anual	682
Euro 2010		04.02.00	04.02.10	10 anos	11,00%	anual	571
Global 2020		26.01.00	15.01.20	20 anos	12,75%	semestral	650
Global 2030	1a Tranche	06.03.00	06.03.30	30 anos	12,25%	semestral	679

Global 2030	2a Tranche	29.03.00	06.03.30	30 anos	12,25%	semestral	635
Euro 2005		05.07.00	05.07.05	5 anos	9,00%	anual	417
Euro 2005		09.05.01	05.07.05	5 anos	9,00%	anual	399
Global 2007	1a Tranche	26.07.00	26.07.07	7 anos	11,25%	semestral	610
Global 2007	2a Tranche	17.04.01	26.07.07	7 anos	11,25%	semestral	615
Global 2040		17.08.00	17.08.40	40 anos	11,00%	semestral	788
Euro 2007	1a Tranche	05.10.00	05.10.07	7 anos	9,50%	anual	446
Euro 2007	2a Tranche	05.10.00	05.10.07	7 anos	9,50%	anual	441
Samurai 2006		22.12.00	22.03.06	5,3 anos	4,75%	semestral	355
Global 2006		11.01.01	11.01.06	6 anos	10,25%	semestral	570
Euro 2011		24.01.01	24.01.11	10 anos	9,50%	anual	517,5
Global 2024		22.03.01	15.04.24	23 anos	8,88%	semestral	773
Samurai 2007		10.04.01	10.04.07	6 anos	4,75%	semestral	412
Global 2005		15.05.01	15.07.05	4,2 anos	9,63%	semestral	648
Global 2012		11.01.02	11.01.12	10 anos	11,00%	semestral	754
Global 2008 B		12.03.02	12.03.08	6 anos	11,50%	semestral	738
Global 2010		16.04.02	15.04.10	8 anos	12,00%	semestral	719
Global 2007 B		06.05.03	16.01.07	3,7 anos	10,00%	semestral	783
Global 2013		17.06.03	17.06.13	10 anos	10,25%	semestral	738
Global 2011	1a Tranche	07.08.03	07.08.11	7 anos	10,00%	semestral	726
Global 2011	2a Tranche	07.08.03	07.08.11	7 anos	10,00%	semestral	757
Global 2024 B		07.08.03	15.04.24	20,7 anos	8,88%	semestral	764
Global 2011 (Reabertura)		18.09.03	07.08.11	7,9 anos	10,00%	semestral	664
Global 2010 N		22.10.03	22.10.10	7 anos	9,25%	semestral	561
Global 2034		20.01.04	20.01.34	30 anos	8,25%	semestral	377
Global 2014		14.07.04	14.07.14	10 anos	10,50%	semestral	632
Euro 2012		24.09.04	24.09.12	8 anos	8,50%	anual	477
Global 2019		14.10.04	14.10.19	15 anos	8,88%	semestral	492
Global 2014 (Reabertura)		08.12.04	14.07.14	10 anos	10,50%	semestral	398
Euro 2015		03.02.05	03.02.15	10 anos	7,38%	anual	398,5
Global 2025		04.02.05	04.02.25	20 anos	8,75%	semestral	431
Global 2015		07.03.05	07.03.15	10 anos	7,88%	semestral	352,5
Global 2019 (Reabertura)		17.05.05	14.10.19	14 anos	8,88%	semestral	458
Global 2034 (Reabertura)		02.06.05	20.01.34	29 anos	8,25%	semestral	440
Global 2015 (Reabertura)		27.06.2005	07.03.2015	9,5 anos	7,88%	semestral	363
A-Bond 2018		01.08.2005	15.01.2018	12,5 anos	8,00%	semestral	336
Global 2025 (Reabertura)		13.09.2005	04.02.2025	19,5 anos	8,75%	semestral	417
Global BRL 2016		26.09.2005	05.01.2016	10 anos	12,50%	semestral	-
Global 2015 (Reabertura 2)		17.11.2005	07.03.2015	9 anos	7,88%	semestral	312
Global 2034 (Reabertura 2)		06.12.2005	20.01.2034	28 anos	8,25%	semestral	362,5
Global 2037		18.01.2006	20.01.2037	31 anos	7,13%	semestral	295
Global 2037 (Reabertura)		23.03.2006	20.01.2037	31 anos	7,13%	semestral	204

Fonte: Tesouro Nacional

## **1.1 . OBJETIVO GERAL**

Verificar se a redução do endividamento externo e a redução do endividamento fiscal podem explicar a redução do risco Brasil, bem como o risco país de outros países emergentes.

## **1.2 . OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

- Analisar as mudanças ocorridas na economia brasileira após a implantação do plano Real
- Analisar as modificações ocorridas na economia após a desvalorização cambial, ocorrida em janeiro de 1999
- Comparar o risco Brasil com o risco país de outras nações emergentes
- Comparar fundamentos econômicos básicos entre o Brasil e outros países emergentes
- Testar através de um modelo de dados em painel se o endividamento externo em relação ao PIB, a dívida pública em relação ao PIB, o investimento estrangeiro líquido em relação ao PIB, e as transações correntes em relação ao PIB podem explicar a redução do risco de *default* dos países
- Comentar a influência de fatores externos na determinação do risco país, como a aversão ao risco dos investidores internacionais e o contágio das crises econômicas de outros emergentes

## **1.3 . HIPÓTESE**

Admite-se como hipótese que a redução do endividamento externo pode explicar a redução do risco Brasil. A mesma hipótese aplica-se em relação à redução do endividamento fiscal.

#### **1.4. METODOLOGIA**

Foi utilizada a metodologia de pesquisa bibliográfica e descritiva. A pesquisa bibliográfica, segundo Marion (2002, p. 62) explica *o problema com base em contribuições teóricas publicadas em documentos (livros, revistas, jornais)*.

A pesquisa descritiva descreve as características do objeto de estudo.

#### **1.5. JUSTIFICATIVA DO TEMA**

O risco Brasil é uma medida fundamental para a análise de risco de investimentos no país. É um tema atual, amplamente debatido na mídia especializada e nos meios acadêmicos.

A redução do endividamento externo e do endividamento fiscal é um esforço importante por parte de qualquer governo.

#### **1.6. ESTRUTURA DO TRABALHO**

O presente trabalho está estruturado em cinco capítulos. O segundo capítulo aborda o risco país, explica com mais detalhes o seu significado e elabora um panorama histórico sobre as suas variações, não apenas no Brasil, mas também em outros países emergentes. Além disso, associa os grandes movimentos ascendentes e descendentes dos valores auferidos no risco país a fatores externos, como a aversão ao risco dos investidores estrangeiros e o contágio da crise entre as economias emergentes. Por fim, é feita uma discussão preliminar entre as relações entre o Risco Brasil e os fundamentos econômicos.

O terceiro capítulo apresenta uma descrição dos fundamentos econômicos brasileiros. Inicialmente, o período a ser comentado é o imediatamente seguinte à implantação do plano Real, que ocorreu em 1º de julho de 1994. O período seguinte é aquele que corresponde à desvalorização do Real e à flexibilização cambial (mudança de política econômica), que se estende de janeiro de 1999 até os dias de

hoje. São avaliados diversos dados econômicos, com ênfase especial para o endividamento externo e fiscal.

O quarto capítulo realiza testes empíricos com o risco Brasil e o risco país de vários emergentes, bem como busca analisar as relações existentes entre o risco país e diversos indicadores econômicos, como endividamento externo em relação ao PIB, a dívida pública em relação ao PIB, o investimento estrangeiro direto líquido em relação ao PIB e as transações correntes em relação ao PIB.

Ele subdivide-se em 4 seções. A primeira comenta um estudo realizado recentemente sobre as relações entre o risco de *default* e diversos indicadores econômicos. A segunda seção realiza um estudo qualitativo e quantitativo sobre o risco Brasil e o risco dos emergentes e suas relações com diversos indicadores econômicos. A terceira é um estudo de um modelo de dados em painel com diversos países, no período de 1998 a 2004, em que o EMBI+ é utilizado como variável dependente. E a quarta seção faz uma sucinta exposição das perspectivas para o cenário econômico brasileiro num futuro próximo.

O quinto capítulo é a conclusão deste trabalho, onde se verifica se melhores fundamentos econômicos podem explicar a redução do risco de *default* do-Brasil, com especial destaque para os indicadores do endividamento externo em relação ao PIB e da dívida pública em relação ao PIB.

## 2. RISCO-PAÍS

### 2.1 INTRODUÇÃO

Em 1992, foi criado pelo banco de investimentos JP Morgan, o EMBI, Emerging Market Bond Indexes (Índice de Títulos de Mercados Emergentes), que serve de base para o EMBI Global e o EMBI+.

O EMBI+ será considerado o principal índice de referência para o risco país neste trabalho, mas outros também poderão porventura ser utilizados.

De acordo com o sítio GlobalInvest, a metodologia de cálculo do EMBI+ leva em conta o *spread* soberano, que é o diferencial do *yield* do título doméstico em relação ao título norte-americano de mesmo prazo.

Segundo Rocha (1998:21), o risco soberano é a possibilidade de não honrar o conjunto de obrigações externas. O objeto da análise de risco de crédito é o risco de moratória (*default*) .

O EMBI+ representa o retorno médio diário de títulos da dívida, que são cotados em dólares. Atualmente, o índice cobre os títulos de 20 países. Na América Latina, os países cobertos pelo índice são: Brasil, Argentina, Chile, Peru, Colômbia, México, Panamá, Venezuela e Equador. Já os países não-latinos cobertos pelo índice são: Rússia, Turquia, Nigéria, África do Sul, Marrocos, Egito, Bulgária, Malásia, Ucrânia, Polônia e Filipinas (sítio do Globalinvest). A partir de 31 de outubro de 2006, a Indonésia também passou a ser avaliada pelo índice.

Para compor o EMBI+, o país necessita apresentar ratings de crédito BBB+/Baa1 ou superior, de acordo com as agências Standard & Poor`s e Moody`s. Para que os títulos sejam escolhidos, eles precisam ser soberanos e fazer parte de uma emissão mínima de US\$ 500 milhões de dólares e devem ser negociados internacionalmente. A partir de 31 de maio de 2002, o EMBI+ passou a ser composto por 93 títulos. Um determinado título só pode ser acrescentado ao índice se estiver no mínimo a dois anos e meio do vencimento na data em que estiver qualificado para compor o índice (sítio do Globalinvest).

O cálculo do risco-país é bastante simples. 100 pontos equivalem a uma sobretaxa de 1% sobre os títulos do tesouro norte-americano. Por exemplo, no dia 30 de junho de 2006, o risco-Brasil foi de 254 pontos. Isto significa que o governo brasileiro deve pagar 2,54% a mais do que os EUA para obter empréstimos no exterior.

## 2.2 DADOS OBSERVADOS

A Tabela 2 apresenta a média anual das observações diárias do EMBI+ dos países emergentes, com exceção da Indonésia e da Malásia, no período de 1998 a 2006. A coluna “Média” apresenta a média das observações do EMBI+ durante todo o período de 1998 a 2006. Os países serão classificados em ordem decrescente de risco-país na média da série histórica dos valores observados, de acordo com a coluna “Média”. O EMBI+ da América Latina também foi incluído na tabela.

TABELA 2 – RISCO-PAÍS (EMBI+)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Média
<b>Argentina</b>	601	721	672	1557	5749	5566	5216	2692	342	2568
<b>Equador</b>	1095	2658	2863	1381	1445	1185	791	708	553	1410
<b>Nigéria</b>	1153	1398	2077	1741	1974	1126	680	622	387	1256
<b>Rússia</b>	2512	3965	1336	932	527	315	272	156	110	1126
<b>Venezuela</b>	971	1050	873	917	1045	1003	579	415	220	786
<b>Brasil</b>	803	1034	728	889	1375	834	542	399	235	760
<b>América Latina</b>	702	852	669	883	996	723	536	374	219	661
<b>Turquia</b>		514	489	889	762	628	354	270	222	516
<b>Colômbia</b>		612	670	601	706	509	419	322	191	498
<b>Peru</b>	574	602	568	651	616	428	349	199	159	461
<b>Bulgária</b>	772	838	728	675	371	228	142	82	82	436
<b>Filipinas</b>	350	218	516	588	452	456	454	403	232	407
<b>Ucrânia</b>					682	324	315	187	182	404
<b>Panamá</b>	413	475	435	437	435	373	346	268	190	375
<b>Marrocos</b>	599	649	470	505	445	272	169	138	80	372
<b>México</b>	578	606	371	366	318	244	190	156	121	328
<b>Egito</b>					446	217	127	67	80	164
<b>Polônia</b>	240	250	255	208	212	99	67	49	58	160
<b>África do Sul</b>					249	164	129	90	85	136
<b>Chile</b>		175	197	192	177	126	83	65	80	135

Fonte: <http://www.cbonds.info/all/eng/> e Banco Central do Chile

Pela observação da tabela 2, pode-se observar que o risco Brasil é um dos maiores observados na média do EMBI+, apesar da sua consistente e gradual diminuição observada a partir do ano de 2003 e da grande diminuição observada no

ano de 2006. De uma forma geral, todos os países emergentes apresentaram uma redução significativa em seus respectivos riscos a partir de 2003, devido ao grande aumento da liquidez internacional, desvalorização do dólar, e melhora em seus fundamentos macroeconômicos, principalmente os externos.

O risco-país influencia significativamente e reflete a confiança dos investidores em determinado país. Famá e Gimenes (2003:42) realizaram estudo com amostra de 12.409 itens, considerando valores observados nos índices das principais bolsas da América Latina, a saber: Argentina, Brasil, México, Peru, Colômbia, Chile e Venezuela. Eles dividiram a amostra em dois grupos, G1 e G2, onde inseriram os países com risco país calculado pela JP Morgan no grupo G1 (Argentina, Brasil, México, Peru e Venezuela) e os países que não apresentam risco país calculado pela JP Morgan no grupo G2 (Chile e Colômbia).

Famá e Gimenes (2003:42) calcularam para cada série histórica de risco país o desvio-padrão, a média (que pode ser vista como o retorno esperado) e o coeficiente de variação. Após estes cálculos, a bolsa de um determinado país foi correlacionada linearmente com o risco país, o EMBI e o Latin (se do G1), e somente com o EMBI e o Latin (se do G2). O período considerado para a amostra foi de 2 de janeiro de 1996 a 28 junho de 2002, apesar das amostras serem diferentes em cada país, em função dos feriados regionais.

Famá e Gimenes (2003:48) encontraram a seguinte correlação entre as bolsas analisadas e o EMBI.

TABELA 3 – COMPARAÇÃO DA CORRELAÇÃO ENTRE BOLSAS DA AMÉRICA LATINA E O EMBI (02/01/1996 A 28/06/2002)

<b>Argentina</b>	-0,7217
<b>Venezuela</b>	-0,6250
<b>Colômbia</b>	-0,5455
<b>Peru</b>	-0,4851
<b>Chile</b>	-0,4255
<b>Brasil (IBX)</b>	-0,1013
<b>Brasil (Ibovespa)</b>	-0,0782
<b>México</b>	0,0346

Fonte: Famá e Gimenes (2003:48)

Como pode ser observado na tabela 3, com exceção do México, todos os índices das bolsas analisados se correlacionaram de forma negativa com o EMBI. Os índices brasileiros IBX e Ibovespa apresentaram uma pequena correlação

negativa, tendendo a zero, demonstrando que estes índices não são muito sensíveis às variações do EMBI. Já países como a Argentina, Peru, Venezuela, Colômbia e Peru demonstraram que suas Bolsas de Valores têm uma sensibilidade muito grande às variações de seus respectivos riscos país, expressos pelo EMBI. Esta é uma evidência muito significativa de que o EMBI exerce uma influência grande sobre os mercados emergentes.

### 2.3 FATORES EXTERNOS

Megale (2005) realizou um estudo profundo sobre como os fatores externos afetam o risco-país. Segundo ele, *entender a influência das variáveis externas sobre os spreads emergentes é importante por duas razões principais. Primeiro, cria condições para se avaliar melhor o papel dos fundamentos específicos do país na determinação do spread, o que em última instância é mais relevante para suas decisões de política econômica...Segundo, permite avaliar se um movimento de capitais internacionais em direção a países emergentes, que promove uma redução de spreads, está acontecendo em virtude de fatores estruturais, resultado de melhoras fundamentais nos países emergentes, ou é conseqüência de condições de crédito mais favoráveis nas economias centrais.*

Bevilacqua (1995) inclui a taxa Libor (London Interbank Offer Rate) como *proxy* das taxas de juros livres de risco e como uma das variáveis explicativas para o *spread* dos países emergentes, uma vez que teoricamente o aumento dos juros livres de risco deve provocar um aumento dos juros a serem pagos pela dívida externa dos países emergentes. Os resultados empíricos confirmaram o argumento de que o aumento dos juros livres de risco provocam a redução do preço dos títulos da dívida pagos pelos países emergentes. (Bevilacqua, *apud* Megale, 2005:28).

Calvo, Leiderman e Reinhart (1993) afirmam que os fundamentos econômicos não podem explicar sozinhos os expressivos fluxos de capitais dirigidos aos países emergentes entre o final dos anos 80 e começo dos anos 90, apesar do significativo aperfeiçoamento daqueles em alguns dos países. Para estes autores, de acordo com um exercício econométrico realizado entre 1988 e 1991, este grande fluxo de capital pode ser impulsionado por fatores ligados à economia norte-

americana, como a taxa de juros, mercado acionário e níveis de atividade econômica (Calvo, Leiderman e Reinhardt, *apud* Megale, 2005:28)

Outro estudo realizado entre 1990 e 1993 confirma estes resultados, tanto do ponto de vista teórico como do ponto de vista empírico. Fernandez-Arias (1994) comprovou que o fluxo de capitais aos países latino-americanos foi fortemente influenciado pela redução nos juros livres de risco, sendo responsável por 63% a 86% do fluxo de capitais verificado no período (Fernandez-Arias *apud* Megale, 2005:28)

Os estudos citados anteriormente concluem que os países emergentes devem ser cautelosos ao contrair altos déficits externos, uma vez que o fluxo abundante de capitais pode se reverter devido a mudanças na economia e à reversão de expectativas dos agentes econômicos das economias centrais (Megale, 2005:28).

Megale (2005) ressalta que o papel da taxa de juros livre de risco sobre os *spreads* é bastante controverso, já que os diversos trabalhos sobre o tema apresentam resultados conflitantes. Mais outras duas variáveis externas citadas por Megale são o contágio advindo de crises em países específicos e o grau de aversão ao risco dos investidores internacionais.

Oks & Padilha (2000) citam o comportamento de manada apresentado pelos investidores como significativo para o aumento dos *spreads* em momentos de crise e de falta de confiança nas economias emergentes (Oks & Padilha *apud* Megale, 2005:29).

Rosemberg (1997) afirma que a decisão da alocação de recursos dos investidores internacionais não envolve apenas o diferencial entre as taxas de retorno, mas também análise a respeito do comportamento futuro dos dois tipos de ativos, dado em grande parte pela aversão ao risco destes investidores (Rosemberg *apud* Megale, 2005:29).

Megale (2005) defende que uma redução do ativo livre de risco não provoca obrigatoriamente maior alocação de recursos para ativos com maior nível de risco, no caso da aversão ao risco dos investidores internacionais aumentar neste íterim.

Megale (2005) observa que houve uma aparente contradição anos atrás. Enquanto as taxas de juros norte-americanas sofreram forte redução no período de 1999 a 2002, o spread dos países emergentes teve um ligeiro aumento, quando o esperado era que ocorresse justamente o contrário. Isto ocorreu devido ao substancial incremento da aversão ao risco dos investidores internacionais, depois da destruição das torres gêmeas em setembro de 2001, das várias crises que acozaram as economias emergentes na década de 90 (México, países asiáticos, Rússia, Brasil), do estouro da bolha especulativa no mercado acionário de tecnologia (Nasdaq) e da recessão econômica americana no começo do governo de George W. Bush.

De qualquer forma, Megale (2005) afirma que o ambiente externo, aquele que não está ligado ao fundamento econômico dos países, é efetivamente importante na determinação do risco-país. Mais do que as taxas de juros livres de risco, há outros fatores que influenciam o ambiente externo, como os supracitados aversão ao risco dos investidores internacionais e efeito manada pelo medo de contágio em situações de crises em alguma economia emergente.

#### **2.4 RELAÇÃO ENTRE RISCO-BRASIL E FUNDAMENTOS ECONÔMICOS – UMA AVALIAÇÃO PRELIMINAR**

Em resposta ao artigo publicado no jornal Estado de São Paulo, em 18 de setembro de 2004, Garcia e Filho (2004) refutam o argumento utilizado por Paulo Tenani, naquela reportagem, de que os fundamentos da economia brasileira seriam pouco correlacionados com o risco Brasil. Segundo Tenani, os investidores internacionais não podem esperar acréscimo de retorno por riscos que podem ser eliminados em uma carteira diversificada. Para Tenani, baseado na Teoria Moderna de Finanças, o risco associado às decisões de política econômica de um país não é sistemático, logo pode ser eliminado através da constituição de uma carteira de títulos de diversos países. Desta forma, mudanças na política econômica que impliquem em melhora ou piora dos fundamentos econômicos não devem afetar os rendimentos dos títulos soberanos da dívida externa que determinam o risco Brasil. Ainda segundo Tenani, daí vem a pouca sensibilidade do risco Brasil a mudanças

nas percepções dos investidores com respeito às políticas econômicas atuais do governo brasileiro.

Garcia e Filho (2004) rebatem o argumento de Tenani de várias formas. Em primeiro lugar, eles afirmam que o retorno que compensa o risco sistemático é o retorno esperado. Todavia, o retorno utilizado para medir o risco Brasil não é o retorno esperado da dívida externa soberana brasileira, e sim o *yield* da dívida, que é a taxa de desconto requerida para igualar o fluxo prometido de pagamento do serviço da dívida ao seu preço de mercado.

Segundo Garcia e Filho (2004), uma redução na probabilidade do risco de *default* provoca aumento no preço da dívida e conseqüente redução na taxa de desconto requerida para igualar o fluxo prometido de pagamento do serviço da dívida ao preço, e vice-versa. Sendo assim, mudanças na política econômica que melhorem os fundamentos da economia e conseqüentemente diminuam o risco de *default*, diminuem o risco Brasil. Mesmo que os rendimentos esperados da dívida externa brasileira se mantenham constantes, o risco Brasil deverá cair se o risco de *default* diminuir em conseqüência da melhora dos fundamentos econômicos.

O segundo argumento de Garcia e Filho se baseia na situação hipotética de que se o Brasil eliminasse completamente o seu risco de *default*, seja pela melhora consistente e continuada dos seus fundamentos econômicos ao longo dos anos, seja por algum acontecimento extraordinário, como a descoberta do maior campo petrolífero do mundo, o risco de *default* seria eliminado e o risco Brasil deixaria de existir. O *yield* se igualaria ao retorno esperado, que iria se igualar à taxa de juros internacional. Garcia e Filho concluem este argumento com a dedução de que o raciocínio de Tenani é válido apenas se o risco Brasil for zero. Se o risco Brasil for zero, mudanças nas políticas econômicas que não introduzam novamente o risco de moratória não afetarão o país.

Garcia e Filho (2004) também falam acerca dos argumentos empíricos. Segundo eles, há uma vasta literatura que busca explicar as oscilações do risco país. Parte desta literatura atribui importância mais elevada ao apetite para o risco dos investidores estrangeiros. Todavia, há conceituados estudiosos do assunto que atribuem fundamental importância para os fundamentos domésticos na

determinação do risco país. Um recente artigo, de Garcia e Rigobon (2004), afirma que uma parcela considerável dos movimentos do risco Brasil pode ser explicado ao se utilizar a medida financeira Value at Risk (Var). Isto significa que os fundamentos econômicos internos afetam o risco Brasil, de acordo com evidências empíricas.

Garcia e Filho (2004) concluem que os fundamentos econômicos afetam o risco país e que políticas macroeconômicas consistentes e eficientes podem reduzir o risco Brasil.

### 3. FUNDAMENTOS ECONÔMICOS BRASILEIROS

Após um período de forte crescimento no início dos anos 70, que ficou conhecido como o “milagre brasileiro”, a economia brasileira começou a apresentar taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) bem menos significativas. O 1º. choque do petróleo em 1973 e o 2º choque do petróleo em 1979 provocaram um choque de oferta na economia que impediu que a economia voltasse a crescer no mesmo patamar do início dos anos 70. Além disso, o forte endividamento externo aliado à valorização do dólar provocado pelo fim do regime de Bretton Woods contribuíram para piorar a situação da economia brasileira.

A Tabela 4 apresenta a variação anual do PIB brasileiro no período de 1968 a 1994, ano da implantação do Plano Real.

TABELA 4 – VARIÇÃO ANUAL DO PIB ATÉ 1994

Ano	%
1968	9,8
1969	9,5
1970	10,4
1971	11,34
1972	11,94
1973	13,97
1974	8,15
1975	5,17
1976	10,26
1977	4,93
1978	4,97
1979	6,76
1980	9,23
1981	-4,25
1982	0,83
1983	-2,93
1984	5,4
1985	7,85
1986	7,49
1987	3,53
1988	-0,06
1989	3,16
1990	-4,35
1991	1,03
1992	-0,54
1993	4,92
1994	5,85

Fonte: IBGE

Conforme se observa na Tabela 4, os anos de 1968 a 1973 apresentaram forte crescimento econômico, todos com mais de 9% de variação anual do PIB. A partir de 1973, o crescimento anual do PIB passa a ser menor, com exceção de 1980 e há vários anos das décadas de 80 e 90 com recessão, i.e, crescimento negativo do PIB: 1981, 1983, 1988, 1990 e 1992.

Os anos 80 e o início da década de 90 também foram marcados por elevadíssimas taxas de inflação. Uma das explicações para esta inflação tão alta é o componente inercial. Nos anos 60, os governos passaram a reajustar os salários automaticamente de acordo com a inflação do ano anterior. Estes reajustes introduziram um elemento letal à inflação, que se espalhou não só para os salários como também para os preços. A inflação inercial ficou profundamente arraigada na estrutura econômica brasileira e mesmo após a implantação do Plano Real, ainda há resquícios dela, como os preços administrados.

Segundo Modenesi (2005), a formulação das propostas para eliminação da inflação inercial, como o choque heterodoxo e a moeda indexada, constitui importante etapa na discussão de políticas econômicas no Brasil. Ele afirma que Francisco Lopes publicou um artigo em 1984, onde defende que os fatos confirmavam a natureza inercial da inflação brasileira, já que esta se recusava a baixar de um patamar de 9 a 10% ao mês, apesar de toda a austeridade da política econômica (Lopes, 1986a: 118 *apud* Modenesi).

Modenesi (2005) também cita Arida e Lara-Resende, que formularam a famosa proposta Larida. Segundo ele, estes economistas demarcaram bem a meta a ser alcançada com a proposta Larida, que seria restaurar em sua plenitude o padrão monetário, uma vez que a moeda corrente já não cumpria mais a função de reserva de valor. Ao explicar, o conteúdo e as premissas da proposta, eles delimitaram o seu escopo:

*A reforma monetária não visa substituir as medidas de política que atacam os fundamentos dos processos inflacionários. Não tem sentido implementar uma reforma se a inflação advém primordialmente de déficits fiscais ou de choques de oferta. A reforma monetária lida com o componente inercial da inflação – nem mais nem menos. (Arida & Lara Resende, 1986:23 *apud* Modenesi).*

Um dos grandes problemas da inflação é que ela corrói o salário dos trabalhadores. O assalariado que não possuía nos anos 80 excedente para investir em aplicações financeiras, como o *overnight*, via o seu salário ser rapidamente desvalorizado. Isto criou certos hábitos nas famílias brasileiras, como as “compras do mês” e o pagamento à vista, pois a inflação reduzia o poder de compra do assalariado em período extremamente exíguo.

A inflação muito elevada também provocou diversos efeitos maléficos na economia, além da corrosão do salário dos trabalhadores. Ela contribuiu para aumentar a concentração de renda, pois aqueles que possuíam excedentes financeiros conseguiam aplicar o seu dinheiro e não tinham os seus rendimentos corroídos pela inflação. Grande parte dos bancos brasileiros obtinha lucros fáceis, com a receita proveniente dos *floats* e das aplicações financeiras. Após o plano Real, vários desses bancos não souberam como viver em um ambiente com baixa inflação e vários deles tiveram que ser vendidos ou reestruturados, conforme analisaremos mais adiante. Outro efeito negativo da inflação era o descontrole das contas públicas, pois não havia como realizar um adequado planejamento e controle das Contas Nacionais em um país com inflação que em alguns anos ultrapassava a marca de mais de 1.000% ao ano.

Houve diversas tentativas de planos de estabilização durante os anos 80 e 90, como o Plano Cruzado I, Cruzado II, Bresser, Collor e Verão. Todas estes planos lograram êxito por pouco tempo e foram mal-sucedidos a médio e longo prazos, em alguns casos sendo os responsáveis por inflações maiores do que nos períodos anteriores.

Segundo Modenesi (2005), Arida e Lara-Resende sugerem a substituição do cruzeiro, moeda vigente à época, por uma nova moeda. Esta idéia derivou-se das experiências de estabilização bem-sucedidas ocorridas na Europa após o término da Primeira Guerra Mundial, em países como o Áustria, Hungria, Polônia e Alemanha. Neste país, houve a substituição do antigo marco por uma nova moeda, o Rentenmark, que equivalia a 1 trilhão dos marcos antigos.

De acordo com Modenesi (2005), Lara-Resende formulou sua proposta inspirado no exemplo das hiperinflações européias:

*A essência dos processos de inflação é a perda de credibilidade da moeda [...] a inflação no Brasil poderia ser detida a curtíssimo prazo, caso o governo fosse capaz de por em circulação uma nova moeda em que o público confie como reserva de valor e unidade de conta. Para lançar a nova moeda, não é necessário esperar o pique de situações extremas de hiperinflação, como as da década de vinte na Europa. (Lara-Resende, 1985a:133 apud Modenesi)*

Modenesi (2005) afirma que a proposta Larida consistia fundamentalmente na introdução de uma moeda indexada, que circularia paralelamente ao cruzeiro (sistema bimonetário), e no paulatino encolhimento da memória inflacionária, que nada mais é do que o período de reajuste dos preços. Após um período de transição, a moeda velha seria retirada de circulação e permaneceria a nova, em que os preços estariam estabilizados. Segundo a proposta, neste instante, há a mudança de uma quase hiperinflação para uma economia estável.

A Tabela 5 mostra a variação anual da inflação a partir de 1980 até o ano de 1994.

TABELA 5 – VARIAÇÃO ANUAL DA INFLAÇÃO IPCA ATÉ 1994

Ano	%
1980	99,28
1981	95,65
1982	104,80
1983	164,00
1984	215,28
1985	242,25
1986	79,66
1987	363,41
1988	980,22
1989	1972,91
1990	1620,97
1991	472,69
1992	1119,09
1993	2477,15
1994	916,43

Fonte: IBGE

A inflação anual brasileira foi superior a 75% em todos os anos do período, sendo que em algumas ocasiões, como em 1989, 1990, 1992 e 1993, chegou a ultrapassar a barreira dos 1.000% anuais, que é praticamente uma hiperinflação.

Após todos os planos mal-sucedidos citados anteriormente, o Plano Real, finalmente, mostrou-se vitorioso na estabilização monetária. Segundo Bresser Pereira (2003), o Plano Real criou um mecanismo que neutralizou a inércia inflacionária. Este mecanismo foi a Unidade Real de Valor, a URV. O seu valor equivalia a cerca de 1 dólar em cruzeiros reais, moeda vigente na época. Desta forma, na prática, houve duas moedas durante a vigência da URV, o cruzeiro real e a URV, exatamente de acordo com a proposta Larida.

A Lei nº 9069, de 29 de junho de 1995, que é a conversão da Medida Provisória nº 542, de 29 de junho de 1994, dispõe sobre a criação do Real. A moeda Real foi implantada em 1º de julho de 1994 e passou a ter o valor de 1 URV daquela data, que equivalia a CR\$ 2.750,00 (dois mil, setecentos e cinquenta cruzeiros reais).

### **3.1 PLANO REAL – 1ª FASE**

Ao analisar o período pós-implantação do Plano Real, Werneck e Abreu (2005) afirmam que há menos material de pesquisa consolidado no período do que em épocas anteriores, até pela falta de uma perspectiva de análise de longo prazo, dado que o Real entrou em vigor há pouco mais de 12 anos. Segundo eles, o período entre 1995 e 2006 ainda é dominado pelos esforços em estabilizar a economia.

Inicialmente, os esforços da política econômica se concentraram em consolidar os resultados do Plano Real e em afastar a possibilidade de retorno da inflação. Para isso, foram inicialmente utilizadas duas âncoras principais: a âncora cambial e a âncora monetária.

A âncora cambial consistiu em manter o real inicialmente na proporção de praticamente 1 para 1 com o dólar. No dia de sua implantação, 1º de julho de 1994, o dólar valia 90 centavos de real. Esta paridade cambial assegurava que os produtos

externos seriam comprados a preços mais baratos e obrigariam os produtos domésticos a não elevarem os preços acima dos preços dos produtos importados. Obviamente, esta paridade cambial provocou um desequilíbrio na balança de transações correntes, que passou a gerar déficits constantes.

A âncora monetária foi mantida pelos juros elevados. O aquecimento da demanda proveniente da estabilização monetária foi parcialmente contido com a manutenção de juros reais bastante altos. Além de conter a demanda, os juros também atraíram um forte fluxo de capitais especulativos, que provocaram um superávit na conta de capital, que por sua vez diminuiu o déficit no balanço de pagamentos causado pelo déficit da balança de transações correntes.

Segundo Werneck e Abreu (2005), o primeiro governo do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC) foi marcado pela divisão permanente entre os monetaristas, representados pelos integrantes do Ministério da Fazenda e do Banco Central, e pelos desenvolvimentistas, representados pelos integrantes do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pelos ministérios das Telecomunicações e do Planejamento. Os monetaristas desejavam manter a estabilização monetária como a prioridade principal da política econômica, além de defender uma disciplina fiscal e monetária rígida com menos protecionismo na política comercial; ao passo que os desenvolvimentistas aspiravam a uma taxa de câmbio mais desvalorizada, com enfoque para o crescimento econômico e mais flexibilidade no controle inflacionário e nas políticas fiscal e monetária, bem como mais protecionismo comercial.

Segundo Werneck e Abreu (2005), houve inicialmente ambivalência no início do governo FHC, mas ao final foi demonstrado efetivo compromisso com uma política econômica mais consistente.

Logo no primeiro ano do governo FHC, foram sentidos os efeitos da crise do México, principalmente no balanço de pagamentos. Este foi apenas o primeiro dos choques externos que o governo FHC teve que lidar.

No primeiro semestre de 1995, foi anunciado pelo governo um programa profundo de reformas, que incluíam a privatização de várias empresas estatais, mudanças na Previdência e na carreira dos servidores públicos. Werneck e Abreu

(1995) destacam que a política fiscal foi deixada em segundo plano neste primeiro momento e só foi reavaliada no segundo mandato. A queda da inflação também produziu efeitos inesperados nas contas públicas e permitiu que fossem realizados avanços importantes na Contabilidade Pública.

Garcia (2003) afirma que um dos grandes riscos para a sustentabilidade da dívida pública está na geração de novos esqueletos. Os esqueletos são a emissão de dívida realizada pelo governo por conta de exercícios anteriores. Estes esqueletos começaram a ser reconhecidos apenas com a estabilidade monetária, a partir do primeiro governo de FHC.

De acordo com Werneck e Abreu (2005), o plano de estabilização manteve inicialmente uma paridade entre o real e o dólar variando na banda entre 0,93 e 1,00 real por dólar. Todavia, o real foi permitido apreciar para 0,85 real por dólar da metade de outubro de 1994 até março de 1995, quando os formuladores da política cambial ficaram divididos em como reagir à crise do México. Foi criada uma nova banda cambial e o governo passou a adotar uma política de câmbio fixo conhecida como *crawling peg*, que nada mais é do que um sistema de desvalorização controlada e progressiva de uma moeda com o objetivo de tentar ajustar o câmbio às pressões inflacionárias, dos juros e da balança comercial. Este regime cambial vigorou até o início de 1999 e foi a principal característica da 1ª fase do Plano Real.

Bresser Pereira (2002) enfatiza que este regime cambial tinha três defeitos, pois apresentava um viés contra o crescimento, causava aumento na dívida interna (por causa dos juros) e na dívida externa, bem como apresentava grande vulnerabilidade a choques externos, principalmente os ataques especulativos e os comportamentos de manada. Além disso, este regime forçava o Banco Central a manter altas reservas internacionais para poder combater os ataques especulativos contra o Real.

Para Werneck e Abreu (2005), este regime cambial levou a uma persistente deterioração na balança comercial, que levou o primeiro governo de FHC a ser obrigado a praticar uma política monetária extremamente restritiva, com juros bastante elevados, com o intuito de atrair divisas para o Brasil e reduzir o déficit do balanço de pagamentos. O déficit na conta de transações correntes cresceu de US\$

1,8 bilhões em 1994 para algo em torno de US\$ 20 bilhões em 1995 e 1996 e para mais de US\$ 30 bilhões em 1997 e 1998. Por outro lado, houve um grande crescimento da conta de capitais devido às elevadíssimas taxas de juros e ao influxo de capitais provenientes ou relacionados às privatizações.

Foram aprovadas modificações na legislação no começo do primeiro mandato de FHC com o objetivo de desindexar salários e preços. Muitos bancos enfrentaram sérios problemas com a rápida transição para um regime de estabilidade monetária, ao não conseguirem mais auferir os ganhos rápidos com as aplicações financeiras e *float*. Desta forma, o Banco Central do Brasil lançou o Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional). As provisões para o Proer atingiram quase R\$ 9 bilhões em 2002. (Werneck e Abreu, 2005)

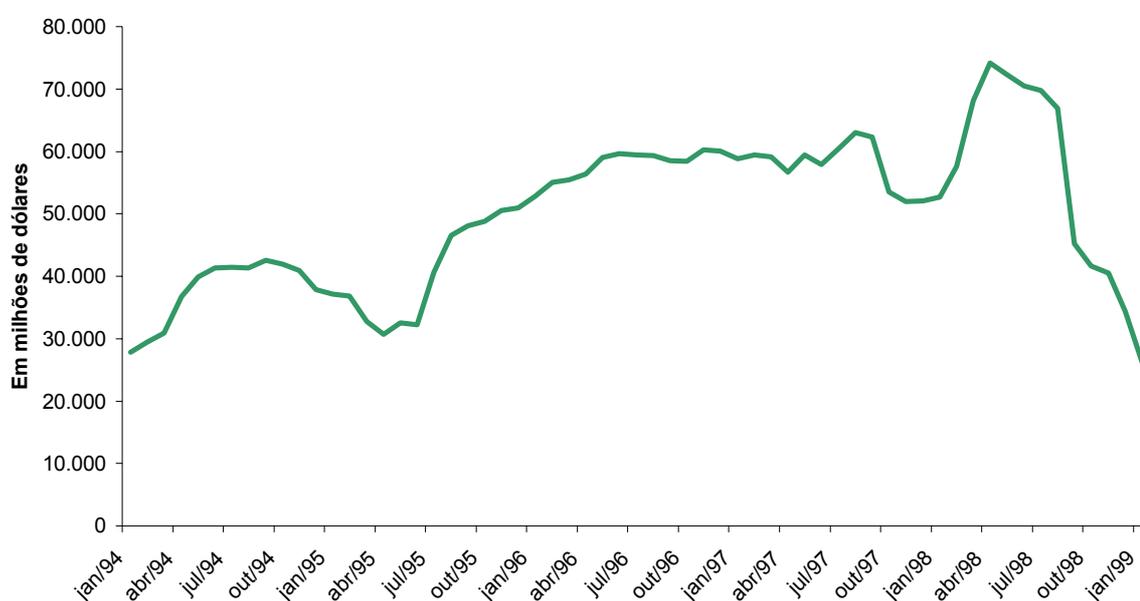
A partir de 1996, esperava-se que ocorresse um ajuste fiscal, com o objetivo de consolidar os avanços obtidos na estabilização monetária. Contudo, grande parte dos esforços governamentais foram dirigidos para a emenda da reeleição. De acordo com Werneck e Abreu (2005) os desenvolvimentistas do governo foram bastante firmes na defesa do adiamento da reforma fiscal e na defesa por uma política fiscal mais frouxa.

Apesar de 1997 ter começado bem, com redução da expectativa de inflação, diminuição do risco Brasil e aumento dos investimentos estrangeiros diretos, a crise das bolsas asiáticas no segundo semestre trouxe reflexos negativos à economia brasileira. Apenas no mês de setembro de 1997, as reservas internacionais se reduziram em cerca de 11 bilhões de dólares, despencando de 62,338 bilhões de dólares para 53,510 bilhões de dólares.

Como resposta à crise asiática, o governo aumentou a taxa Selic de 19,93% ao ano para 45,9% ao ano de outubro para novembro de 1997. Esta súbita elevação objetivou atrair divisas, via conta de capital e conter qualquer movimento inflacionário. O governo anunciou que faria um pacote de medidas de ajuste fiscal, que não foi levado adiante. (Werneck e Abreu - 2005)

O gráfico 1 demonstra a trajetória das reservas internacionais no período entre janeiro de 1994 e janeiro de 1999, i.e, a 1ª. fase do Plano Real, com o regime de câmbio *crawling peg*.

Conforme pode ser observado no gráfico 1, entre janeiro e abril de 1998 houve uma forte recomposição das reservas internacionais, que subiram de 53,103 bilhões de dólares em janeiro para 74,656 bilhões de dólares em abril, de acordo com o conceito de liquidez total. Esta recomposição ocorreu principalmente devido à enorme taxa de juros doméstica, que estava muito maior do que as taxas de juros internacionais e atraiu grandes fluxos de capital para o país. A proximidade com a campanha eleitoral fez com que quaisquer planos de ajuste fiscal fossem transferidos para a próxima legislatura presidencial.



Fonte: Banco Central do Brasil

GRÁFICO 1 – RESERVAS INTERNACIONAIS DE JANEIRO DE 1994 A JANEIRO DE 1999

Ainda no primeiro governo FHC, houve mais um grande choque externo. A crise da moratória da Rússia ocorreu a partir de agosto de 1998. As reservas internacionais começaram a despencar, já que os investidores internacionais começaram a realizar fortes ataques especulativos contra o Real, por acreditarem que o Brasil seria o próximo a sofrer uma grave crise econômica e por perderem a confiança na estabilidade da moeda e da paridade cambial. Apenas neste mês de agosto, as reservas diminuíram em mais de 21 bilhões de dólares. Elas se

encontravam no patamar de 67,333 bilhões de dólares e foram reduzidas para 45,811 bilhões de dólares, de acordo com o conceito de liquidez total. (Werneck e Abreu - 2005)

O PIB que havia crescido 4,22% em 1995, 2,15% em 1996, 3,38% em 1997, ficou praticamente estagnado em 1998, com variação de apenas 0,04%. A relação dívida/PIB, que havia sido de 32,82% em julho de 1994, no início do Plano Real, subiu para o patamar de 38,94% em dezembro de 1998, principalmente como consequência das altas taxas de juros.

A Tabela 6 mostra as médias mensais do EMBI+ durante o ano de 1998. O valor mais alto do ano foi observado durante o auge da crise da Rússia, no dia 17 de setembro de 1998, que foi de 1453 pontos. Até julho, todos os meses apresentaram média do EMBI+ inferior a 700 pontos, mas a partir de agosto houve um crescimento significativo do EMBI+, de 53% em um único mês, atingindo o pico em setembro. Isto ocorreu pela deterioração dos fundamentos econômicos brasileiros e também principalmente pelo contágio da crise russa na confiança dos investidores nas economias emergentes.

TABELA 6 – MÉDIA MENSAL EMBI+ BRASIL – 1998

Mês	Média EMBI+
jan/98	585
fev/98	514
mar/98	465
abr/98	466
mai/98	526
jun/98	619
jul/98	616
ago/98	941
set/98	1371
out/98	1258
nov/98	1017
dez/98	1197

Fonte: <http://www.cbonds.info/all/eng/>

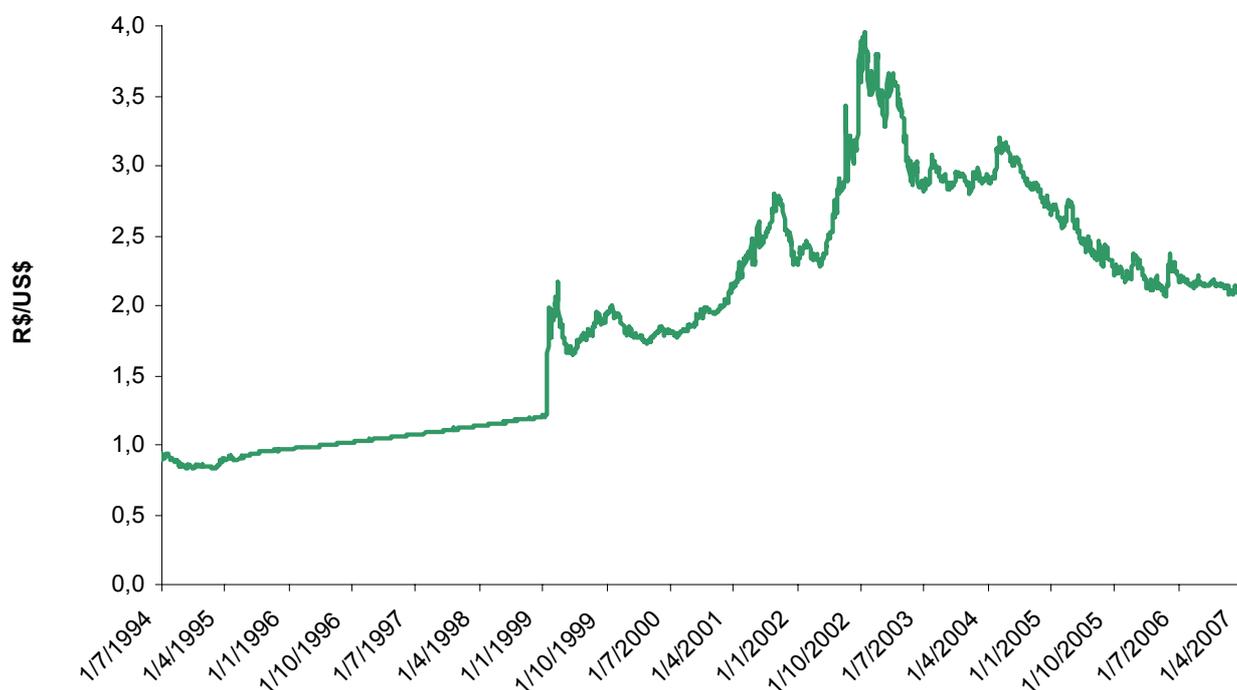
FHC foi reeleito logo no 1º turno. Em dezembro de 1998, o governo fez um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) e comprometeu-se a manter um superavit primário superior a 4% do PIB, de acordo com Werneck e Abreu (2005). Segundo eles, a preservação do regime de câmbio *crawling peg* era um tópico central do acordo. O acordo também previa um pacote de empréstimos na ordem de

43 bilhões de dólares, onde 18 bilhões viriam de recursos do próprio FMI, 15 bilhões viriam do Japão e do BIS (Bank of International Settlements), 5 bilhões do Banco Mundial e mais 5 bilhões do Banco Inter-americano de Desenvolvimento (BIRD).

Werneck e Abreu (2005) realçam que a reforma da Previdência aprovada em 1998 e a moratória decretada pelo estado de Minas Gerais provocaram uma séria crise de credibilidade junto aos investidores internacionais e ao próprio FMI por descumprir o acordo inicial, o que levou a enormes pressões especulativas sobre o Real e ao término do regime de crawling-peg. Gustavo Franco saiu do comando do Banco Central do Brasil e houve 3 presidentes no período de 2 meses. Em março de 1999, Armínio Fraga assumiu a presidência da instituição. O Brasil passou a adotar o regime de câmbio flexível a partir de janeiro. Começa a 2ª. fase do plano Real.

### **3.2 PLANO REAL – 2ª FASE**

No dia 12 de janeiro de 1999, 1 dólar era cotado a 1,2106 reais. Em 29 de janeiro, apenas 17 dias mais tarde, 1 dólar já estava cotado a 1,9824 reais. Neste período, o real se desvalorizou em 64%. Em 3 de março de 1999, o dólar atingiu a cotação recorde de 2,1639. Apesar disso, a partir deste ponto o dólar passou a apresentar uma trajetória mais estável para o ano de 1999. O gráfico 2 demonstra a cotação real/dólar desde a implantação do Plano Real, em 1º de julho de 1994 até 1º de abril de 2007.

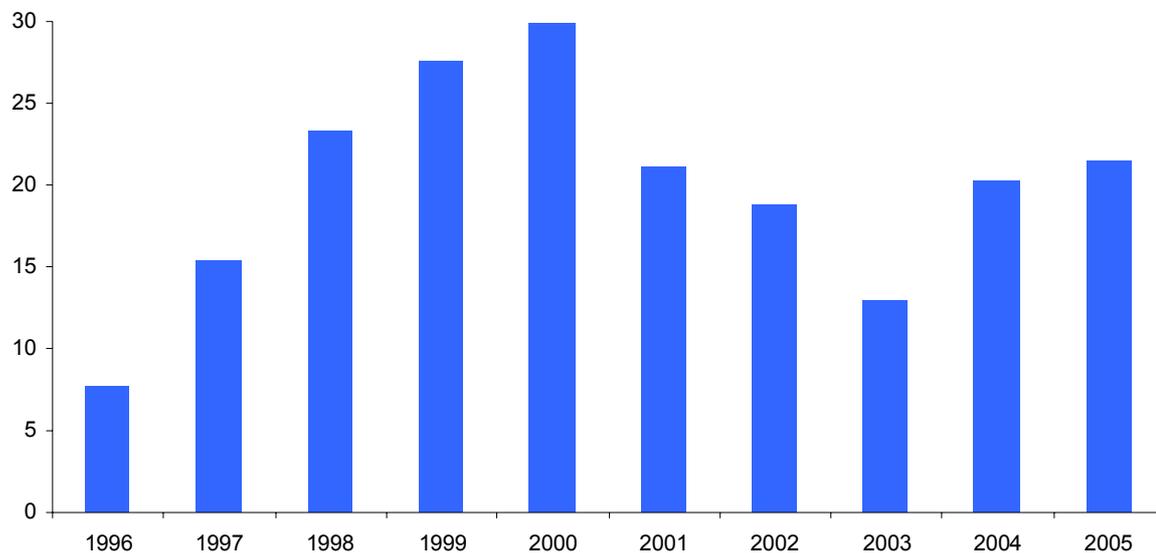


Fonte: Banco Central do Brasil

GRÁFICO 2 – TAXA DE CÂMBIO R\$/US\$ NO PLANO REAL

De acordo com Werneck e Abreu (2005), a ascensão de Armínio Fraga à presidência do Banco Central do Brasil, notável economista com experiência em *Wall Street*, acalmou os ânimos do mercado. Foi elaborado um novo plano de estabilização, com 3 objetivos principais. O primeiro era buscar um maior controle fiscal, em vista do provável aumento da relação dívida pública/PIB causado pela desvalorização do real. O segundo era garantir que as contas externas fossem compatíveis com a diminuição dos financiamentos externos que o Brasil teria que enfrentar. E o terceiro era manter a inflação sob controle, após a grande desvalorização do Real.

Os meses seguintes presenciaram a recuperação da credibilidade internacional do Brasil. Esta recuperação levou à estabilização na taxa de câmbio, bem como a retomada dos fluxos de capitais internacionais no país. O gráfico 3 apresenta os investimentos estrangeiros diretos no Brasil, em bilhões de dólares, no período entre 1996 e 2005.



Fonte: Banco Central do Brasil

GRÁFICO 3 – INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS DIRETOS (US\$ BILHÕES)

O ano de 2000 foi o melhor ano do 2º. governo FHC. Conforme o observado no gráfico 3, os investimentos estrangeiros diretos atingiram o montante de cerca de 33 bilhões de dólares. A tabela 7 mostra a variação anual do PIB de 1994 a 2006, ou seja, o período após a implantação do plano Real.

TABELA 7 – VARIÇÃO ANUAL DO PIB 1994-2006

Ano	%
1994	5,85
1995	4,22
1996	2,15
1997	3,38
1998	0,04
1999	0,25
2000	4,31
2001	1,31
2002	2,66
2003	1,15
2004	5,71
2005	2,94
2006	3,70

Fonte: IBGE

Conforme o observado na tabela 7, o ano de 2000 foi o 3º ano com maior crescimento econômico no Plano Real. De acordo com Werneck e Abreu (2005), houve a significativa esperança de que os fluxos de investimentos direto aliados a um crescimento econômico sustentado seriam suficientes para evitar ou pelo menos minimizar os problemas econômicos de financiamento externo.

O começo de 2001 trazia um quadro promissor. Todavia, foi marcado por diversos acontecimentos negativos. O Brasil presenciou uma grave crise energética, causada por falhas na infra-estrutura e pela falta de chuva em certas regiões do país. O mundo assistiu estarecido à destruição das torres gêmeas na cidade de Nova York. Conforme, o observado na Tabela 2, houve um crescimento do risco país de várias nações, inclusive o Brasil. A média do risco Brasil em 2001 foi de 889 pontos, 22% maior que os 727 pontos de 2000. Houve uma retração dos investimentos estrangeiros diretos, que se reduziram dos cerca de 30 bilhões de dólares em 2000 para 21 bilhões de dólares em 2001. O PIB também apresentou um crescimento pífio, de 1,31% e a inflação atingiu o patamar de 7,67%, maior do que os 5,97% do ano 2000.

Em agosto de 2001, a debilidade da economia argentina, que começou a atravessar grave recessão, inclusive com o congelamento dos depósitos bancários, o chamado “*curralito*”, levou o governo brasileiro a negociar um empréstimo de 15 bilhões de dólares com o Fundo Monetário Internacional (Werneck e Abreu, 2001).

O ano de 2002 foi um ano mais complicado ainda, uma vez que foi um ano de eleições presidenciais. Desde o começo do ano, as pesquisas apresentavam vantagem significativa para o candidato da oposição, do Partido dos Trabalhadores (PT), Luiz Inácio Lula da Silva. O candidato do Partido da Social-Democracia Brasileira (PSDB), partido de FHC, ora permanecia em segundo, ora em terceiro nas pesquisas. Denúncias contra a potencial candidata do Partido da Frente Liberal (PFL) provocaram uma divisão na coalizão governista entre o PSDB e o PFL, que fragilizaram ainda mais a situação do candidato José Serra.

O PT até aquele momento sempre havia adotado um discurso mais radical de esquerda, contra as privatizações e políticas econômicas ortodoxas, contra o pagamento da dívida externa brasileira e os acordos econômicos com o FMI. Durante o 2º governo FHC alguns membros do partido propuseram uma auditoria da dívida externa e da dívida interna.

A liderança de Lula nas pesquisas causou um grande temor nos mercados financeiros. Como forma de aplacar o ânimo do mercado financeiro, a equipe econômica entrou em contato com a liderança do partido dos Trabalhadores, com o objetivo de negociar iniciativas que pudessem acalmar o nervosismo do mercado. O PT produziu uma “Carta Aberta aos Brasileiros”, em que se comprometeu com a manutenção da política econômica e de várias iniciativas do governo FHC, como a lei de Responsabilidade Fiscal. (Werneck e Abreu, 2005)

Entretanto, a Carta Aberta aos Brasileiros não conseguiu realizar o seu objetivo. O risco Brasil atingiu o patamar mais alto de sua série histórica, 2436 pontos, às vésperas do primeiro turno da eleição presidencial, em 27 de setembro de 2002. O dólar também atingiu o seu valor mais alto após a implantação do Plano Real, 3,9544 reais, no dia 22 de outubro de 2002, na semana do 2º turno das eleições presidenciais. O PIB apresentou o crescimento de 2,66% e a inflação atingiu o patamar de 12,53%. A tabela 8 apresenta a variação anual de inflação, segundo o índice IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), no período de 1995 a 2006.

TABELA 8 – VARIAÇÃO ANUAL DA INFLAÇÃO IPCA 1995 – 2006

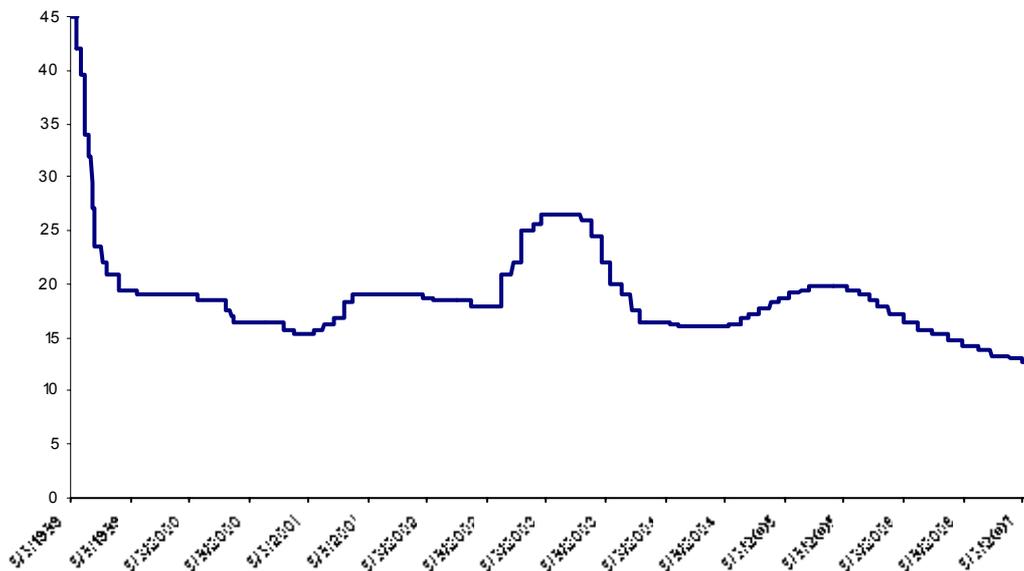
Ano	%
1995	22,41
1996	9,56
1997	5,22
1998	1,66
1999	8,94
2000	5,97
2001	7,67
2002	12,53
2003	9,30
2004	7,60
2005	5,69
2006	3,02

Fonte: IBGE

Segundo Werneck e Abreu (2005), no início de agosto, o FMI concedeu um grande empréstimo ao Brasil, o maior até então concedido pela instituição: 30 bilhões de dólares. O prazo do empréstimo foi de 15 meses. Deste montante, apenas 6 bilhões deveriam ser utilizados antes do término do 2º governo de FHC, e os restantes 24 bilhões de dólares seriam oferecidos para o governo recém-eleito.

Lula venceu o senador José Serra no segundo turno das eleições, conforme o previsto. Após a sua vitória, as lideranças do Partido dos Trabalhadores realizaram diversos esforços para convencer a opinião pública e, em particular, os mercados financeiros, que o recém-eleito governo do PT honraria os compromissos assumidos na época das eleições. Após a nomeação da equipe econômica, com a escolha de um médico e ex-prefeito de Ribeirão Preto para ser Ministro da Fazenda e do ex-presidente mundial do BankBoston, Henrique Meirelles, para presidir o Banco Central do Brasil, assim como a escolha de diversos economistas renomados e apartidários para formar a equipe econômica do Ministério da Fazenda, os mercados finalmente começaram a acalmar-se e o governo começou a sedimentar um processo de confiança de longo prazo.

As primeiras ações do governo Lula foram todas no sentido de buscar a confiança do mercado financeiro. Segundo Werneck e Abreu (2005), as primeiras medidas do novo governo buscaram um “choque” de credibilidade no mercado financeiro. Uma das primeiras medidas foi o anúncio de um arrocho fiscal, com elevação da meta de superávit primário. Além disso, foi aprovada na metade do ano mais uma rodada de importantes reformas na Previdência Social. A taxa de juros Selic, que havia sido aumentada de 18% ao ano para 25% ao ano nos dois últimos meses do governo FHC, foi elevada para 26,5% ao ano na reunião do Comitê de Política Monetária de fevereiro de 2003. O gráfico 4 apresenta as metas de taxa Selic definidas pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central, de março de 1999 até março de 2007.

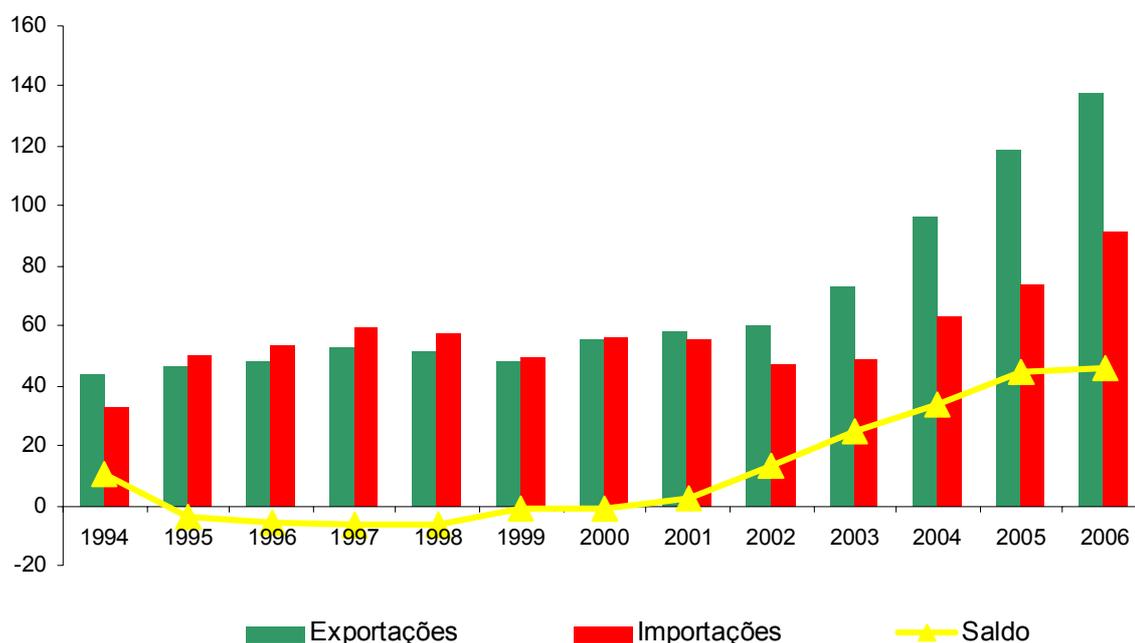


Fonte: Banco Central do Brasil

GRÁFICO 4 - METAS DA TAXA SELIC ESTABELECIDAS PELO COPOM

Com o aumento da taxa de juros e a retração da atividade econômica, o PIB apresentou o pífio crescimento de 1,15%, de acordo com a Tabela 7.

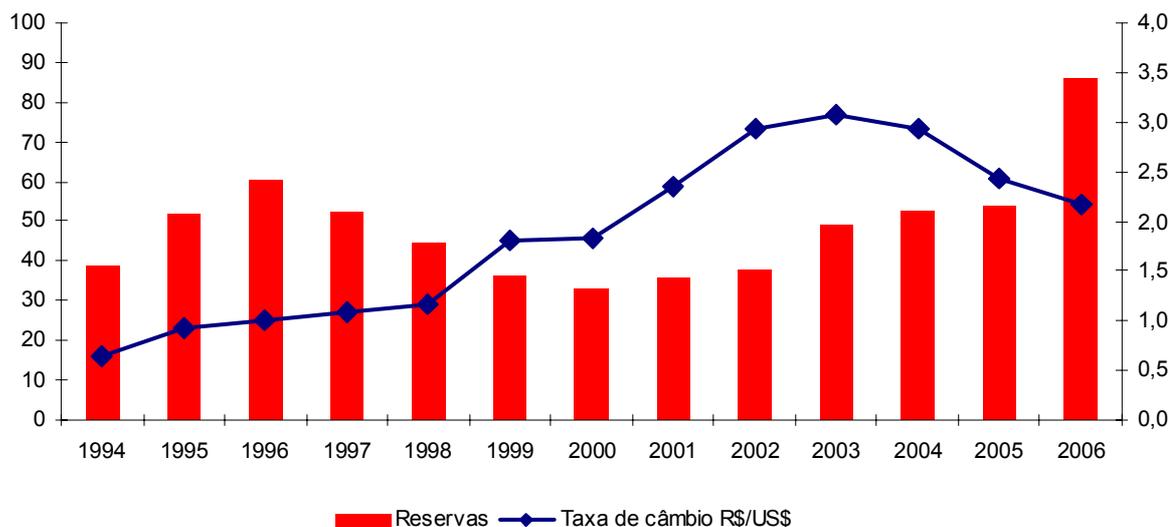
Todavia, o enorme aumento da cotação do dólar, fez com que os produtos brasileiros ficassem bem mais competitivos no exterior. Isto permitiu com que as contas externas brasileiras melhorassem de forma significativa. O gráfico 5 demonstra de forma bastante esclarecedora os resultados da exportação, importação e do saldo da balança comercial entre os anos de 1994 e 2005.



Fonte: Banco Central do Brasil

GRÁFICO 5 – BALANÇA COMERCIAL 1994 – 2006 (US\$ BILHÕES)

Durante o período de câmbio fixo, entre 1995 e 1999, a balança comercial apresentou saldo negativo. Este saldo comercial negativo estendeu-se até o ano 2000. A partir de 2001, e mais intensamente a partir do ano de 2002, a balança comercial demonstrou uma forte recuperação. Em 2003, o saldo da balança ficou positivo em 24,79 bilhões de dólares. Em 2004, o saldo ficou positivo em 33,64 bilhões de dólares. No ano de 2005, a balança comercial atingiu o saldo recorde de 44,74 bilhões de dólares. Em 2006, mais um recorde, atingindo a cifra de 46,22 bilhões de dólares. Esta elevada entrada de divisas no Brasil permitiu aumento das reservas internacionais, conforme o demonstrado no gráfico 6. Além disso, permitiu uma significativa melhora nas contas externas do país, o que por sua vez foi capaz de diminuir o endividamento externo e conseqüentemente a vulnerabilidade externa do país e o risco Brasil.



Fonte: Banco Central do Brasil

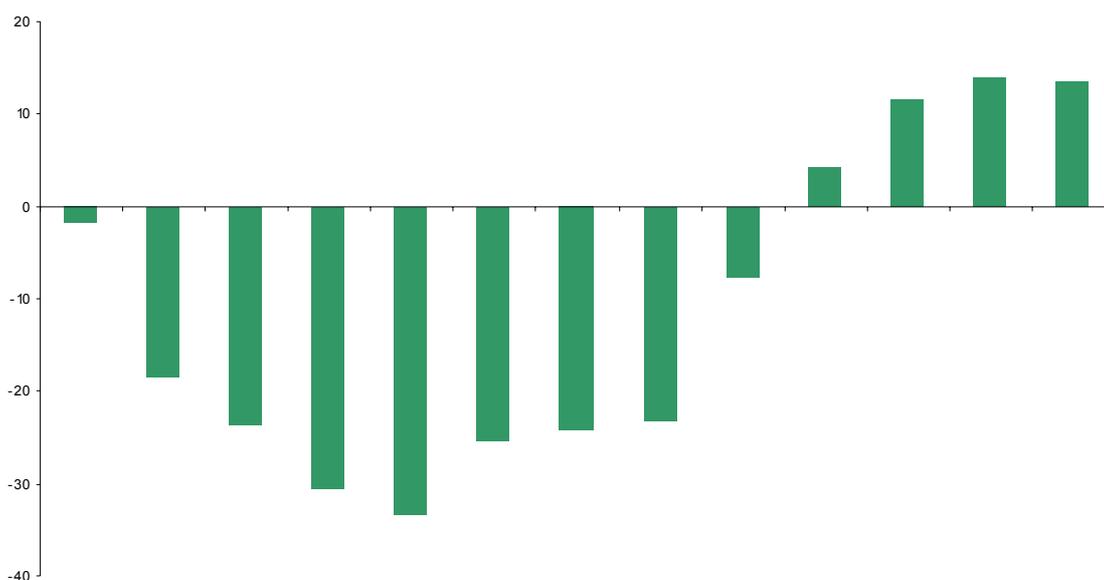
GRÁFICO 6 – RESERVAS INTERNACIONAIS (MÉDIA ANUAL EM US\$ BILHÕES) E TAXAS DE CÂMBIO

Pelo gráfico 6, que adota o conceito internacional de liquidez total, pode-se constatar o enorme esforço das autoridades monetárias para manter elevadas reservas internacionais durante o período de câmbio fixo. Após a flexibilização do câmbio, não houve a necessidade de manutenção de reservas tão elevadas, todavia com os elevados superávits na balança comercial, causados pela desvalorização cambial, aumento de competitividade das empresas brasileiras e elevado preço das *commodities* no exterior, bem como com a elevada entrada de divisas na conta de capitais (devido aos altos juros), foi possível também aumentar o patamar das reservas internacionais, principalmente a partir de 2003.

Segundo Bresser Pereira (2003), “*enquanto a política monetária e fiscal permaneceu basicamente constante desde 1995, a política cambial mudou muito em 1999. De uma política de câmbio fixa com crawling peg, associada a alta apreciação, mudou para uma política de câmbio flutuante, associada ainda a uma taxa de câmbio valorizada, em maior ou menor grau. A valorização decorre agora de taxas de juros muito elevadas e atrai capitais de curto prazo, pressionando a taxa de câmbio para baixo.*”

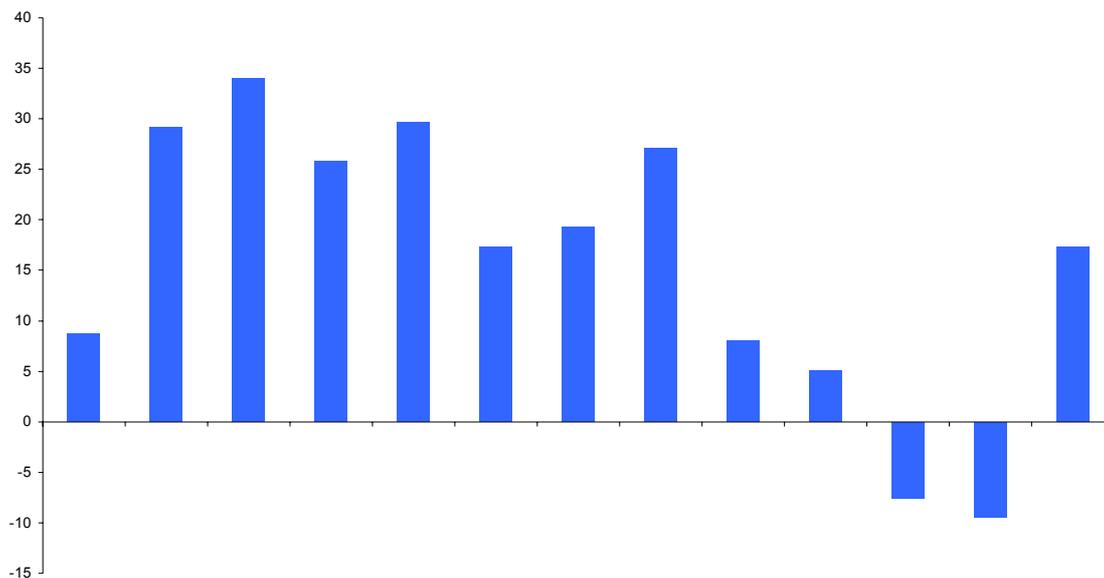
Em relação ao Balanço de Pagamentos, houve significativa melhora nas transações correntes. A soma da conta de capital e da conta financeira, devido aos juros altos e aos investimentos estrangeiros diretos, foi amplamente positiva desde a implantação do plano Real, com exceção dos anos de 2004 e 2005.

O gráfico 7 mostra a evolução das transações correntes, em US\$ milhões, após a implantação do Real, de 1994 a 2006. As transações correntes são a soma da balança comercial, das contas de serviços e rendas, bem como das transferências unilaterais. Já o gráfico 8 demonstra a evolução da soma da conta de capital com a conta financeira, em US\$ milhões, após a implantação do Real, de 1994 a 2006.



Fonte: Banco Central do Brasil

GRÁFICO 7 – TRANSAÇÕES CORRENTES EM US\$ BILHÕES 1994-2006



Fonte: Banco Central do Brasil

GRÁFICO 8 – SOMA DA CONTA DE CAPITAL E DA CONTA FINANCEIRA EM US\$ BILHÕES 1994-2006

Outra medida importante da equipe econômica do governo Lula foi a redução da dívida cambial. Segundo Gutierrez (2006), os efeitos positivos são bastante conhecidos, destacando-se a redução da vulnerabilidade da dívida pública às variações da taxa de câmbio e a contribuição para a redução do risco Brasil, o que permite que seja mais barato para as empresas brasileiras captarem recursos no exterior.

A tabela 9 apresenta o perfil da dívida líquida pública brasileira, no período de 2000 a 2006.

O governo Lula também manteve o comprometimento com a manutenção de superávits primários e com a Responsabilidade Fiscal. Todavia, para que haja a possibilidade de um crescimento econômico mais robusto, é necessário que haja maior sincronia entre a política monetária e a política fiscal. São necessários ajustes mais profundos na política fiscal, que permitam corte de impostos e não o aumento

da carga tributária, que é o que vem ocorrendo até o momento desde a implantação do plano Real. Esta nova agenda fiscal possibilitará maior corte da taxa de juros, que por sua vez permitirá que o câmbio se torne mais desvalorizado e que os produtos brasileiros se tornem mais competitivos no exterior. A agenda fiscal será objeto de análise mais apurada no próximo capítulo.

A tabela 10 demonstra os principais resultados fiscais e a relação Dívida Pública / PIB.

TABELA 9 – PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA (%)

	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06
<b>Dívida / PIB</b>	45,5	48,4	50,5	52,4	47,0	46,5	44,9
<b>Total Dívida (a+b)</b>	100	100	100	100	100	100	100
<b>a) interna</b>	80,2	80,2	74,3	79,6	85,5	95,0	106,0
<b>i) indexada ao câmbio</b>	19,9	25,8	13,3	6,7	2,3	0,6	0,6
<b>ii) não indexada ao câmbio</b>	60,3	54,4	61,0	72,7	83,2	94,4	94,4
<b>b) externa</b>	19,8	19,8	25,7	20,4	14,5	5,0	-6,0
<b>Dívida indexada ao câmbio</b>	39,7	45,6	39,0	27,1	16,8	5,6	-5,4

Fonte: Gutierrez (2006) e Banco Central do Brasil

TABELA 10 – RESULTADOS FISCAIS E DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA (% do PIB)

	Resultado Nominal	Superávit Primário	Dívida Líquida / PIB
<b>1994</b>	-26,97	5,64	30,01
<b>1995</b>	-6,67	0,24	27,99
<b>1996</b>	-5,42	-0,09	30,71
<b>1997</b>	-5,66	-0,89	31,85
<b>1998</b>	-6,96	0,01	38,94
<b>1999</b>	-5,34	2,95	45,17
<b>2000</b>	-3,37	3,23	46,03
<b>2001</b>	-3,29	3,35	48,45
<b>2002</b>	-4,17	3,56	50,55
<b>2003</b>	-4,65	4,00	52,36
<b>2004</b>	-2,42	4,17	47,04
<b>2005</b>	-2,97	4,37	46,55
<b>2006</b>	-3,01	3,88	44,91

Fonte: Gutierrez (2006) e Banco Central do Brasil

## 4. RISCO BRASIL E ENDIVIDAMENTO EXTERNO E FISCAL

Este capítulo será dividido em 4 seções. A primeira analisará artigo técnico de Rocha, Moreira e Magalhães, que realizou uma análise e testes sobre os determinantes do *spread* implícito nos títulos brasileiros soberanos e chegou a significativas conclusões sobre os principais indicadores correlacionados com o risco Brasil.

Na segunda seção, serão realizados alguns testes de correlação entre amostras do risco Brasil e as taxas de juros norte-americanas. Serão comparados dados-chave para a compreensão do risco país, entre o Brasil e outras economias emergentes, com destaque para a relação dívida pública/PIB, dívida externa/PIB e transações correntes/PIB.

A terceira seção apresentará um modelo de dados em painel, cujas variáveis são EMBI+, dívida externa/PIB, dívida pública/PIB, investimento estrangeiro direto líquido/PIB e transações correntes/PIB.

Já na quarta seção serão analisadas de forma sucinta as principais propostas e perspectivas para a agenda fiscal.

### 4.1 ABORDAGEM ESTRUTURAL DE ROCHA, MOREIRA E MAGALHÃES

Rocha, Moreira e Magalhães (1998) escreveram importante artigo técnico em que analisam os determinantes do *spread* implícito nos títulos brasileiros. Eles identificaram como prêmio de risco soberano brasileiro o *spread* – diferença entre os juros implícitos no preço de mercado do C-Bond e os juros dos papéis do Tesouro norte-americano de mesma *duration*. O C-Bond foi escolhido em função de sua ampla aceitação e liquidez, e por estar associado apenas ao risco de crédito do País. Conforme foi visto anteriormente, o EMBI+ leva em conta uma cesta dos títulos soberanos para determinar o risco Brasil, mas o modelo criado por Rocha, Moreira e Magalhães realiza sua análise levando em conta simplesmente o C-Bond, que era o título soberano mais importante à época. Os autores utilizaram o modelo estrutural com diferentes indicadores macroeconômicos e selecionaram aquele que melhor

explicou a flutuação do preço do C-Bond ou do *spread* brasileiro nos últimos anos anteriores ao artigo.

Inicialmente, eles utilizaram o modelo não-linear de Monte Carlo-Markov Chain com critério de rejeição de Gamerman (1997):

$$B_t = B_t(y_t | \psi) + e_t \quad (1)$$

$$e_t \sim N(0, s)$$

Segundo Rocha, Moreira e Magalhães (1998), esta função determina o preço do C-Bond em função da variável estocástica subjacente  $y_t$  (ativo contingente ou fundamento econômico), dados  $\psi = (\alpha, \beta, \lambda)$  e a trajetória da estrutura a termo da taxa de juro sem risco, onde  $\alpha$  é o valor crítico da variável de fundamento  $y_t$ , a partir do qual ocorre moratória;  $\beta$  é o coeficiente de deságio no caso dessa ocorrência – a fração que determina o valor residual do título; e  $\lambda$  é o prêmio de risco requerido – o prêmio de risco reflete a percepção de risco do mercado e, possivelmente, se modifica ao longo do tempo, devido à alteração do ambiente macroeconômico do País ou do mercado internacional. Como esse parâmetro não é observado, foi estimado a partir de outros dados.

Rocha, Moreira e Magalhães (1998) calculam que o valor de um título sem risco  $V(i)$  no período  $i$  é dado pela resolução da equação:

$$V(i) = c_i + V(i+1) + (1 + r_i/t) \quad (2)$$

$$i = T, T-1, \dots, t$$

De acordo com os autores,  $T$  é o prazo final do título;  $c_i$  é o pagamento do cupom no período  $i$ ;  $r_i/t$  é a estrutura a termo da taxa de juro sem risco, ou seja, a taxa no período  $i$ , dada a informação disponível até o momento ( $t < i$ ). De forma análoga, o valor de um título com risco  $B_t(y_t | \psi)$  é obtido pela resolução da equação 3.

$$B_t(y_t | \psi) = c_i + E_i(B_{i+1}(y_{i+1} | \psi) / (1 + r_i/t)), \text{ caso } y_i < \alpha \quad (3)$$

$$B_t(y_t | \psi) = B_v(i), \text{ caso contrário}$$

$$i = T, T-1, \dots, t$$

Os autores adotaram a abordagem de medida equivalente de Martingale, que transforma a distribuição de probabilidade do processo estocástico real  $y_t$  em processo de risco neutro, evitando assim a possibilidade de arbitragens.

O modelo de Rocha, Moreira e Magalhães (1998) continua com o ativo contingente ou fundamento  $y_t$ , representado pelo processo estocástico abaixo.

$$dy = y\mu dt + y\sigma dz \quad (4)$$

Reescrevendo-se o processo na medida equivalente de Martingal, obtém-se:

$$dy = y(\mu + \lambda)dt + y\sigma dz^* \quad (5)$$

Segundo os autores, “a probabilidade de um país decretar a moratória depende do grau de esforço necessário para continuar a servir a dívida e da magnitude do desequilíbrio de curto prazo. O primeiro está relacionado com o interesse no pagamento e o segundo, com a possibilidade de pagamento”. Eles consideraram 3 tipos de dívida: a pública, a externa e o passivo externo.

Rocha, Moreira e Magalhães (1998), definem a moratória como um colapso dos pagamentos que afeta todo o sistema financeiro e que, dificilmente, pode ocorrer em apenas um dos mercados ou ser sinalizada por apenas um dos indicadores. Por esta razão, eles propõem um conjunto de indicadores para identificar qual deles reflete melhor a percepção de risco dos credores e filtram as variáveis de fluxo (PIB, PIB comercializável, exportações e importações) para retirar o efeito do padrão sazonal e de curto prazo, de forma que estes não induzam a um padrão sazonal no indicador.

Rocha, Moreira e Magalhães (1998) ressaltam que a interligação entre a taxa de câmbio e o preço do C-Bond tornou necessário introduzir a hipótese de identificação de que o *spread* do C-Bond não “causa” a taxa de câmbio, hipótese que teve o suporte de testes de precedência (causalidade de Granger) realizados com dados diários para a taxa de câmbio

Foram propostos sete indicadores pelos autores:

A.Dívida total do setor público: dívida mobiliária acrescida da dívida externa pública líquida (medida em reais correntes) / PIB

B.Dívida externa líquida (medida em reais correntes) / PIB

C.Dívida externa líquida (medida em reais correntes) / PIB comercializável

D.Passivo externo líquido: dívida externa líquida acrescida do investimento direto acumulado (medida em reais correntes) / PIB

E.Dívida externa líquida / exportações

F.Dívida externa / reservas

G.Importações / reservas

Rocha, Moreira e Magalhães (1998) adotaram a hipótese simplificadora de que todas as variáveis indicadoras seguem movimento geométrico browniano (MGB), cuja expressão está apresentada na equação 4. Os parâmetros da lei de movimento ( $\mu$ ,  $\sigma$ ) foram estimados a partir das séries temporais dos indicadores macroeconômicos observados. Foram realizadas 56 observações mensais (de abril de 1997 a dezembro de 2001) do preço do C-Bond e de cada uma das variáveis indicadoras. Utilizou-se a estrutura a termo das taxas *spot* dos títulos do Tesouro norte-americano como taxa de juro livre de risco. Como exercício preliminar, os autores avaliaram a capacidade de cada um dos indicadores de explicar as flutuações do *spread* do C-Bond. Para isso, eles estimaram a função linear (equação 6) entre o *spread*  $S_t$  e cada uma das variáveis indicadoras  $y_t$ .

$$S_t = a + by_t + e_t \quad (6)$$

Segundo os autores, o número de observações disponíveis limitou o número de parâmetros estimáveis, o que dificultou, por exemplo, determinar a evolução temporal do prêmio de risco  $\lambda$  e por isso eles adotaram a solução intermediária, supondo-se o regime de câmbio como elemento crítico da percepção de risco.

Rocha, Moreira e Magalhães (1998) estimaram o modelo com dois prêmios de risco: o primeiro se refere ao período até fevereiro de 1999, com regime de câmbio controlado ( $\lambda_1$ ); o segundo, aos períodos como regime de câmbio flutuante ( $\lambda_2$ ).

A Tabela 11 mostra a estimação dos parâmetros do modelo de análise de crédito.

TABELA 11 - ESTIMAÇÃO DOS PARÂMETROS DO MODELO DE ANÁLISE DE CRÉDITO

INDICADOR	R <sup>2</sup>	T-student	$\mu$	$\sigma$
A	0,32	5,2	0,200	0,500
B	0,52	7,7	0,004	0,185
C	0,45	6,5	0,004	0,185
D	0,41	6,2	0,007	0,192
E	0,30	4,8	0,039	0,160
F	0,24	4,1	0,044	0,380
G	0,05	1,1	0,079	0,442

Fonte: Rocha, Moreira e Magalhães (1998)

A Tabela 12 mostra o valor do máximo logaritmo da verossimilhança  $L_v$ , bem como a média e a variância dos estimadores dos parâmetros  $\psi = (\beta, \lambda_1, \lambda_2)$  condicional ao parâmetro  $\alpha$ .

TABELA 12 - RESULTADOS POR VARIÁVEL DO MODELO DE ANÁLISE DE CRÉDITO

INDICADOR	$\alpha$	$L_v$	$E(\beta)$	$\sigma(\beta)$	$E(\lambda_1)$	$\sigma(\lambda_1)$	$E(\lambda_2)$	$\sigma(\lambda_2)$
A	1,0	-130	0,53	0,02	0,09	0,09	0,26	0,08
B	1,0	-116	0,19	0,04	0,26	0,03	0,20	0,01
C	2,0	-110	0,27	0,06	0,31	0,03	0,17	0,02
D	1,4	-122	0,30	0,05	0,35	0,05	0,20	0,02
E	8,0	-129	0,48	0,04	-0,07	0,09	0,29	0,08
F	16,0	-132	0,46	0,07	0,17	0,11	0,42	0,14
G	0,3	-135	0,44	0,07	-0,34	0,13	0,28	0,11

Fonte: Rocha, Moreira e Magalhães (1998)

Rocha, Moreira e Magalhães (1998) chegaram à conclusão de que o *spread* brasileiro pode ser explicado pelo grau de endividamento externo, portanto, a recomendação do modelo para redução do *spread* é a redução do endividamento externo. Os dois melhores indicadores para explicar o modelo foram o B e o C. Outros indicadores como “dívida externa/exporação” ou “importação/reservas” apresentaram resultados significativamente piores. Eles concluem também que modelos estruturais de análise de risco de crédito baseados em fundamentos macroeconômicos explicam o risco soberano e, por conseguinte, o nível de *spread* e que a utilização de modelos econométricos é inadequada para explicar o *spread* com indicadores macroeconômicos, devido a não-linearidade existente. Outra conclusão interessante é a de que dado o nível atual de endividamento medido pela razão “dívida externa líquida / PIB comercializável”, cada acréscimo percentual eleva o *spread* em 0,25% ao ano.

## 4.2 ANÁLISE EMPÍRICA

Inicialmente, foi utilizada uma série histórica de 110 observações mensais do risco Brasil (EMBI+). Para tal, foram extraídas as observações diárias do sítio <http://www.cbonds.info> e através delas foram obtidas médias mensais entre janeiro de 1998 e fevereiro de 2007. Estas séries históricas foram comparadas com as demais séries históricas, que foram obtidas no sítio do Banco Central do Brasil, nos mesmos períodos. Através delas, foi elaborada a Tabela 13, que apresenta o *output* da regressão múltipla entre estes fatores e o EMBI+, que foi escolhida como a variável dependente.

Em relação à metodologia, todos os dados de relação entre dívida (total, externa e interna) e Produto Interno Bruto foram obtidos diretamente do sítio do Banco Central do Brasil. Já os indicadores da relação entre as séries históricas de exportações e PIB foram obtidos através da divisão das exportações mensais em dólares pelo PIB mensal em dólares. O mesmo ocorreu em relação aos demais indicadores: Dívida Externa/Exportações; Dívida Externa/Reservas; Importações/Reservas; e Passivo Externo Líquido/PIB.

TABELA 13 - OUTPUTS DA REGRESSÃO MÚLTIPLA ENTRE DIVERSOS INDICADORES ECONÔMICOS E O EMBI+ (VARIÁVEL DEPENDENTE)

Indicador	R <sup>2</sup>	Coefficientes	t-Estatística	Estatística-F
Dívida Externa / PIB	0,5259	4323,990	1,0519	0,2953
Dívida Interna / PIB	0,2183	4299,551	0,9941	0,3225
Dívida Total / PIB	0,0671	-4304,549	-0,9955	0,3218
Exportações / PIB	0,0590	-32,802	-1,4497	0,1502
Dívida Externa / Exportações	0,4482	24,138	1,0762	0,2844
Dívida Externa / Reservas	0,2227	-3,921	-1,8913	0,0614
Importações/Reservas	0,0089	21,324	1,1770	0,2416
Passivo Externo Líquido / PIB	0,4383	-12,722	-3,5899	0,0005

Fonte: Banco Central do Brasil e <http://www.cbonds.info/all/eng/>

As seguintes variáveis apresentaram coeficientes negativos em relação ao EMBI+: Dívida Externa / Reservas Totais, Dívida Total / PIB, Exportações / PIB, e Passivo Externo Líquido / Reservas Totais.

Já a Dívida Externa / PIB, Dívida Externa / Exportações, Dívida Interna / PIB, e Importações / Reservas Totais apresentaram coeficientes positivos em relação ao EMBI+.

O  $R^2$  ajustado apresentou o valor de 0,6811, o que denota que este modelo pode explicar de forma razoável a variável dependente. A estatística-F não apresentou valores estatisticamente significativos para as variáveis com coeficientes positivos, o que denota que elas não podem explicar de forma significativa o EMBI+ de acordo com o modelo especificado.

Entretanto, se realizarmos separadamente regressões simples entre estes fatores e o EMBI+, é possível verificar que a estatística-F apresenta valores estatisticamente significativos para Dívida Externa / PIB, para a Dívida Externa / Exportações, e para a Dívida Interna / PIB, mas não os apresenta para Importações / Reservas Totais. A tabela 14 apresenta os outputs entre as regressões simples realizadas entre o EMBI+, como variável dependente, e a Dívida Externa / PIB, a Dívida Externa / Exportações, a Dívida Interna / PIB, e as Importações / Reservas Totais.

Pela observação das tabelas 13 e 14, é possível afirmar que tal como o estudo de Rocha, Moreira e Magalhães concluiu, a relação Dívida Externa/PIB continua sendo o indicador isolado mais adequado para explicar o *spread* brasileiro. O  $R^2$  entre o endividamento externo e o risco Brasil é de 0,5259. Além disso, na regressão simples, a estatística-F também apresentou valores estatisticamente relevantes para a relação Dívida Externa / PIB e o EMBI+.

TABELA 14 - OUTPUTS DAS REGRESSÕES SIMPLES ENTRE DIVERSOS INDICADORES ECONÔMICOS E O EMBI+ (VARIÁVEL DEPENDENTE)

Indicador	$R^2$	Coeficientes	t-Estatística	Estatística-F
Dívida Externa / PIB	0,5259	67,436	10,9446	0,0000
Dívida Interna / PIB	0,2183	-45,497	-5,4922	0,0000
Dívida Externa / Exportações	0,4482	52,116	9,3678	0,0000
Importações/Reservas	0,0089	11,994	0,7648	0,4460

Fonte: Banco Central do Brasil e <http://www.cbonds.info/all/eng/>

Após a análise dos indicadores que explicam melhor o risco de default brasileiro, outra pesquisa significativa se refere à busca de explicações dos motivos que levam o risco Brasil a ser um dos maiores riscos país do mundo, mesmo com a significativa melhora dos fundamentos econômicos, com destaque especial para a

redução do endividamento externo. Esta não é uma análise simples e por este motivo serão observados diversos indicadores econômicos.

Primeiramente, será observada a correlação entre a taxa de juros norte-americana e os riscos-país para o período entre 31 de maio de 2002 e 5 de abril de 2007, com observações diárias. A Tabela 15 apresentará estes dados, em ordem crescente de correlação.

TABELA 15 - R<sup>2</sup> ENTRE A TAXA DE JUROS NORTE-AMERICANA E O RISCO PAÍS

	R <sup>2</sup>
<b>Polônia</b>	0,1459
<b>Nigéria</b>	0,2019
<b>Egito</b>	0,2677
<b>Ucrânia</b>	0,3128
<b>Brasil</b>	0,3313
<b>Equador</b>	0,3417
<b>Marrocos</b>	0,3504
<b>Turquia</b>	0,3831
<b>África do Sul</b>	0,4152
<b>Bulgária</b>	0,4415
<b>México</b>	0,4811
<b>Peru</b>	0,4813
<b>Colômbia</b>	0,5156
<b>Rússia</b>	0,5303
<b>América Latina</b>	0,5367
<b>Venezuela</b>	0,6081
<b>Panamá</b>	0,7138
<b>Filipinas</b>	0,7933
<b>Argentina</b>	0,8053

Fonte: Federal Reserve e <http://www.cbonds.info/all/eng/>

Foi escolhido o período a partir de 31 de maio de 2002, pois esta foi a data em que o Egito foi incorporado ao EMBI+, que foi o penúltimo país a ser incorporado à base de dados, já que a Indonésia foi incorporada há muito pouco tempo e por este motivo não consta em nosso estudo. Além disso, a Malásia não foi incorporada ao estudo, porém a América Latina está na tabela 15.

A observação da Tabela 15 permite inferir que, de uma maneira geral, existe um elevado R<sup>2</sup> entre o risco país dos emergentes e a taxa de juros dos títulos públicos americanos.

Isto demonstra que o estudo de Megale (2005) se mostra correto ao avaliar a relação entre as variáveis externas e a determinação do risco de *default* dos países emergentes.

Megale havia concluído que enquanto as taxas de juros norte-americanas sofreram forte redução no período de 1999 a 2002, o *spread* dos países emergentes teve um ligeiro aumento, quando o esperado era que ocorresse justamente o contrário. Ele explica que esta aparente contradição ocorreu pelo grande aumento da aversão ao risco dos investidores internacionais, depois da destruição das torres gêmeas em setembro de 2001, além das várias crises dos países emergentes dos anos 90, do estouro da bolha especulativa no mercado acionário de tecnologia (Nasdaq) e da recessão econômica americana no início do governo de George W. Bush.

A próxima análise a ser feita se refere à relação dívida externa/PIB dos países contemplados pelo índice EMBI+, com exceção da Malásia e da Indonésia. A Tabela 16 apresenta a relação entre a dívida externa e o PIB (média anual), em termos percentuais. Já a tabela 17 apresenta o percentual da dívida externa que é representado pela dívida externa de curto prazo. Esta é uma análise muito importante, pois demonstra o quanto da dívida deve ser pago no curto prazo.

Ambas as tabelas analisam o período compreendido entre 1994 e 2004. Os dados relativos ao endividamento externo e ao percentual deste endividamento que é de curto prazo ainda não estão disponíveis no sítio do Banco Mundial para os anos de 2005 e 2006.

TABELA 16 - RELAÇÃO DÍVIDA EXTERNA / PIB (%) - MÉDIA ANUAL

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
África do Sul	15,96	16,78	18,12	16,98	18,43	17,95	18,71	20,30	22,66	16,81	13,39
América Latina e Caribe	34,34	36,24	34,73	33,21	37,22	43,13	38,22	39,18	44,03	44,45	38,52
Argentina	29,07	38,17	40,82	43,76	47,30	51,37	51,87	57,33	146,89	128,16	110,61
Brasil	27,91	22,80	23,40	24,52	30,68	45,69	40,45	45,45	50,59	46,78	36,76
Bulgária	101,27	79,19	104,73	107,09	89,54	85,06	88,94	77,21	73,73	67,33	64,90
Chile	43,51	33,79	40,05	32,66	42,45	47,69	49,21	56,34	61,28	59,03	46,82
Colômbia	26,85	27,08	29,75	29,94	33,59	39,90	40,50	44,21	40,65	46,19	38,61
Egito	62,67	55,68	46,62	38,38	38,24	34,22	28,55	30,03	34,15	37,85	38,44
Equador	81,05	69,26	68,12	65,20	67,22	97,45	86,05	68,88	67,67	62,00	55,70
Filipinas	62,82	53,13	53,11	61,58	82,26	76,57	76,80	80,86	78,08	80,43	71,60
Marrocos	75,62	71,87	66,10	70,41	66,14	65,17	62,14	56,53	50,98	43,16	35,32
México	32,85	57,68	46,94	36,77	37,74	34,59	25,85	23,42	21,59	22,16	20,50
Nigéria	139,85	121,29	88,97	78,54	94,25	83,76	74,52	64,67	65,24	59,98	49,81
Panamá	89,23	77,17	65,14	59,76	58,65	59,71	60,60	69,81	67,60	68,20	68,95
Peru	59,03	57,48	51,88	50,15	53,88	56,82	53,99	51,34	49,65	49,06	45,60
Polônia	43,19	32,56	28,29	27,15	34,22	40,10	39,53	36,26	41,00	45,49	40,94
Rússia	30,82	30,69	32,26	31,51	65,62	89,20	61,62	49,73	42,73	40,68	33,94
Turquia	51,07	43,58	44,09	44,82	48,66	55,62	58,88	78,04	71,34	60,49	53,37
Ucrânia	10,73	17,48	21,41	22,20	31,22	44,17	38,99	33,45	31,79	32,33	33,40
Venezuela	65,19	47,45	50,53	41,61	41,33	38,35	32,57	29,32	36,59	41,74	32,31

Fonte: Banco Mundial

TABELA 17 – PERCENTUAL DA DÍVIDA DE CURTO PRAZO NA DÍVIDA EXTERNA TOTAL – MÉDIA ANUAL

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
África do Sul	35,71	38,15	41,58	43,24	46,23	45,24	38,43	34,74	29,55	26,46	27,75
América Latina e Caribe	20,44	20,20	19,05	19,17	15,84	14,17	14,20	12,45	10,56	11,28	12,37
Argentina	9,58	21,68	21,15	24,96	21,89	20,19	19,21	12,99	10,07	13,84	16,25
Brasil	21,11	19,46	19,81	17,60	12,37	11,92	12,72	12,24	10,04	10,40	11,38
Bulgária	4,44	4,94	11,06	17,99	15,46	11,81	12,93	11,61	16,02	19,83	20,67
Chile	17,44	15,57	25,66	20,42	15,22	12,40	16,55	13,69	14,13	17,33	17,49
Colômbia	20,47	22,14	20,36	18,03	18,84	11,52	8,46	9,07	11,02	9,61	14,15
Egito	5,94	7,08	7,44	9,94	13,14	13,83	14,06	11,50	11,56	12,11	9,70
Equador	27,18	9,38	10,94	13,42	14,52	6,95	5,81	9,56	14,07	10,51	8,99
Filipinas	14,20	13,41	18,11	23,26	10,93	8,49	9,43	10,30	9,28	9,89	8,33
Marrocos	0,97	0,83	5,91	9,18	7,78	8,82	7,59	8,80	9,25	6,63	1,19
México	28,38	22,55	19,10	18,87	16,56	14,46	12,60	9,99	7,06	6,48	6,55
Nigéria	14,58	16,58	18,07	19,43	21,67	22,38	3,57	5,29	7,45	9,72	12,78
Panamá	43,13	36,17	11,99	7,67	7,22	6,49	6,59	5,63	4,47	5,01	4,07
Peru	25,33	31,33	22,23	22,02	20,50	15,68	13,71	10,94	8,21	8,47	8,03
Polônia	1,99	4,92	6,12	12,30	14,58	17,15	14,68	16,43	17,71	20,43	16,98
Rússia	8,01	8,40	9,46	4,63	8,28	9,01	9,77	12,44	11,07	17,35	17,81
Turquia	17,07	21,28	21,73	21,22	21,84	22,96	24,64	14,42	12,52	15,83	19,74
Ucrânia	7,40	2,65	4,65	9,78	3,67	2,26	3,67	5,84	4,29	7,59	8,16
Venezuela	10,13	8,62	7,93	11,89	5,88	5,49	10,67	13,30	13,51	12,47	12,23

Fonte: Banco Mundial

O indicador do endividamento externo foi utilizado porque ele já demonstrou ter uma elevada correlação com o risco país no caso brasileiro. Também fornece uma idéia do esforço que os países terão que empreender para honrar seus compromissos e pagar os seus títulos de dívida soberana. Em suma, é um indicador chave para avaliar o risco de *default*.

Já o endividamento de curto prazo também auxilia no entendimento do esforço necessário dos países para honrar seus compromissos, uma vez que há a tendência de que quanto maior a parcela da dívida de curto prazo, maior será o esforço necessário para o país honrar seus compromissos. Uma análise conjunta destes dois fatores permite uma noção mais precisa no sentido de explicar o risco de *default*.

Pela análise das Tabelas 16 e 17, podem ser inferidas algumas observações interessantes. Há países como a África do Sul, que detém uma dívida de curto prazo muito significativa, porém detém uma das menores relações dívida externa/PIB, e isto pode explicar porque este país tem uma das menores médias históricas de risco país.

Já a Argentina demonstra através desta relação porque é a campeã mundial do risco país. Ela detém a maior relação dívida externa/PIB no ano de 2004, 110% do seu PIB, além de possuir uma expressiva parcela desta dívida como dívida de curto prazo (16,25% em 2004).

O Egito apresenta um outro perfil de dívida, que também explica porque ele tem um dos menores riscos de *default* da série histórica. A sua dívida é razoável, em 2004 atingiu o montante de 38,44%, mas a sua dívida de curto prazo é baixa, tendo atingido 9,70% em 2004. O Marrocos também se enquadra exatamente na mesma situação.

Nota-se um esforço grande por parte dos países no sentido de reduzir os seus endividamentos externos. Os únicos países que tiveram aumento substancial de endividamento externo no período analisado foram a Argentina e as Filipinas.

O Brasil sempre possuiu uma elevada dívida externa. Todavia, o percentual dela em relação ao PIB foi caindo gradativamente, até atingir a situação de credora

líquida em junho de 2006. Certamente, esta é um dos fatores que podem explicar a redução do risco Brasil nos últimos anos.

Entretanto, ao longo da série histórica da dívida externa, o Brasil apresentou um alto percentual de dívida externa/PIB, além de já ter possuído uma grande quantidade desta mesma dívida de curto prazo, o que provocou menos confiança dos investidores internacionais na capacidade brasileira de honrar seus compromissos, além de um elevado serviço da dívida.

Esta pode ser uma das explicações para o fato da média histórica do risco Brasil ser uma das mais altas entre os países emergentes. Além disso, algumas outras explicações podem ser atribuídas de forma complementar, como as altas taxas de juros vigentes (a taxa de juros real mais alta do planeta), questões estruturais e a grande relação dívida pública/PIB.

O segundo mandato do presidente Luiz Inácio Lula da Silva tem a importante missão de reduzir a dívida pública e se aprofundar na agenda fiscal. Isto será discutido na seção das perspectivas da agenda fiscal.

A Tabela 18 demonstra a relação dívida pública/PIB de alguns dos países emergentes entre o período de 1994 e 2004. Os dados para todos os países da América Latina foram obtidos no sítio da Comissão Econômica para a América Latina (Cepal). Os dados dos demais países foram obtidos dos sítios dos respectivos Bancos Centrais, porém não foram encontradas estas informações para Filipinas, Marrocos, Nigéria, Polônia, Rússia, Turquia e Ucrânia.

Já a Tabela 19 mostra a relação entre as transações correntes e o PIB, para o período de 1994 a 2004. Os dados foram obtidos no sítio do Banco Mundial. E a Tabela 20 mostra o percentual dos investimentos estrangeiros diretos líquidos em relação ao PIB dos países emergentes, para o período de 1994 a 2004, segundo dados extraídos do sítio do Banco Mundial.

TABELA 18 – RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA / PIB (%)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
África do Sul	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	55,74	48,06	40,08
América Latina e Caribe	51,07	47,06	39,29	36,56	38,72	42,44	42,73	44,99	57,68	57,84	50,80
Argentina	31,32	33,75	35,66	34,50	37,57	42,97	45,02	53,73	145,85	138,19	126,32
Brasil	-	-	-	-	25,62	29,56	29,82	33,38	35,70	37,60	34,11
Bulgária	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	55,74	48,06	40,08
Chile	23,54	17,88	15,12	13,23	12,52	13,75	13,68	15,00	15,70	13,35	12,91
Colômbia	12,66	13,89	14,43	17,77	22,12	29,52	36,90	44,30	50,73	51,93	45,77
Egito	65,65	68,47	46,19	48,82	50,46	51,28	55,39	63,60	62,39	68,99	76,83
Equador	71,15	59,10	58,70	51,67	56,35	83,59	71,81	57,99	51,12	47,92	44,64
México	35,32	40,84	31,12	25,78	27,82	25,59	23,24	22,41	24,04	24,74	22,19
Panamá	61,65	58,92	69,84	64,98	63,67	67,73	65,50	70,13	69,44	67,33	60,34
Peru	53,03	49,03	47,84	32,61	43,60	49,08	46,12	43,96	46,88	47,50	44,14
Venezuela	-	-	45,15	30,94	28,42	28,20	26,22	29,89	41,01	42,92	-

Fonte: Cepal, Bancos Centrais da África do Sul, Bulgária e Egito

TABELA 19 – RESULTADO EM TRANSAÇÕES CORRENTES / PIB (%)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
África do Sul	0.02	-1.65	-1.17	-1.50	-1.64	-0.51	-0.14	0.13	0.66	-1.57	-3.28
América Latina e Caribe	-3.22	-2.24	-2.13	-3.27	-4.44	-3.11	-2.39	-2.74	-0.93	0.43	0.85
Argentina	-4.33	-2.01	-2.51	-4.17	-4.85	-4.21	-3.16	-1.22	8.50	5.91	2.19
Brasil	-0.21	-2.58	-3.00	-3.77	-4.29	-4.73	-4.03	-4.57	-1.66	0.83	1.94
Bulgária	-0.33	-0.20	0.16	4.12	-0.49	-5.03	-5.58	-7.24	-5.31	-9.31	-8.51
Chile	-3.11	-2.07	-4.50	-4.42	-4.94	0.14	-1.18	-1.60	-0.86	-1.50	1.48
Colômbia	-4.49	-4.88	-4.78	-5.39	-4.93	0.78	0.91	-1.33	-1.64	-1.23	-0.99
Egito	0.06	-0.42	-0.28	-0.91	-3.02	-1.80	-0.95	-0.40	0.71	4.51	4.98
Equador	-4.83	-4.95	-0.26	-1.93	-9.02	5.50	5.78	-3.30	-5.76	-1.73	-0.52
Filipinas	-4.60	-2.67	-4.77	-5.28	2.37	9.48	8.24	1.84	5.71	1.80	2.46
Marrocos	-2.38	-3.59	0.10	-0.26	-0.40	-0.47	-1.42	4.75	4.09	3.61	1.94
México	-7.03	-0.55	-0.75	-1.91	-3.80	-2.89	-3.20	-2.84	-2.08	-1.35	-1.09
Nigéria	-8.99	-9.17	9.93	1.52	-13.20	1.45	17.66	5.16	2.32	16.30	17.02
Panamá	0.21	-5.95	-2.15	-5.02	-9.29	-10.11	-5.79	-1.44	-0.78	-3.91	-8.21
Peru	-6.01	-8.62	-6.53	-5.69	-5.87	-2.85	-2.87	-2.13	-1.88	-1.54	-0.02
Polónia	0.97	0.63	-2.12	-3.74	-4.09	-7.59	-5.99	-2.89	-2.62	-2.19	-4.27
Rússia	1.99	1.76	2.77	-0.02	0.08	12.56	18.04	11.02	8.44	8.21	10.31
Turquia	2.03	-1.38	-1.35	-1.39	0.99	-0.73	-4.93	2.33	-0.83	-3.34	-5.13
Ucrânia	-2.21	-2.39	-2.66	-2.66	-3.09	5.25	4.74	3.69	7.49	5.77	10.50
Venezuela	4.49	2.69	13.06	4.35	-4.85	2.16	10.12	1.61	8.18	13.72	12.56

Fonte: Banco Mundial

TABELA 20 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO LÍQUIDO (% PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>África do Sul</b>	-0,65	-0,82	-0,16	1,00	-0,81	-0,06	0,52	9,10	1,03	0,12	-0,52
<b>América Latina e Caribe</b>	1,53	1,51	2,18	2,81	3,09	4,39	3,49	3,47	2,51	1,91	2,24
<b>Argentina</b>	1,02	1,59	1,97	1,88	1,66	7,85	3,35	0,75	2,72	0,68	2,44
<b>Brasil</b>	0,37	0,49	1,51	2,30	3,71	5,01	5,07	4,86	3,06	1,96	1,44
<b>Bulgária</b>	1,09	0,75	1,39	4,89	4,22	6,19	7,92	5,91	5,63	10,38	9,22
<b>Chile</b>	3,28	3,38	5,37	4,60	3,96	8,50	1,15	3,78	3,28	3,41	7,08
<b>Colômbia</b>	1,59	0,77	2,87	4,46	2,06	1,61	2,47	3,06	1,54	1,08	2,98
<b>Egito</b>	2,34	0,84	0,93	0,97	1,22	1,13	1,16	0,51	0,70	0,26	1,39
<b>Equador</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6,33	5,25	5,72	3,83
<b>Filipinas</b>	2,01	1,46	1,61	1,32	3,26	2,30	1,91	1,59	2,26	0,19	0,07
<b>Marrocos</b>	1,73	0,97	0,89	3,20	0,87	2,36	1,10	8,05	1,25	5,25	1,71
<b>México</b>	2,60	3,32	2,76	3,20	2,95	2,79	2,94	3,74	2,24	1,64	2,05
<b>Nigéria</b>	8,28	3,84	4,51	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Panamá</b>	5,19	2,82	4,46	12,88	11,00	6,60	5,37	3,96	0,80	5,99	7,37
<b>Peru</b>	7,32	4,75	6,25	3,47	2,79	3,53	1,53	1,99	3,82	2,10	2,65
<b>Polónia</b>	1,87	2,66	2,89	3,16	3,59	4,40	5,60	3,12	2,04	2,04	4,88
<b>Rússia</b>	0,10	0,37	0,42	0,41	0,55	0,56	-0,18	0,07	-0,02	-0,41	0,37
<b>Turquia</b>	0,43	0,46	0,34	0,29	0,29	0,08	0,06	1,91	0,48	0,52	0,62
<b>Ucrânia</b>	0,29	0,53	1,18	1,16	1,78	1,55	1,90	2,02	1,65	2,81	2,64
<b>Venezuela</b>	0,80	1,19	2,46	6,58	4,32	2,06	3,57	2,83	-0,26	1,61	1,69

Fonte: Banco Mundial

### 4.3 MODELO DE DADOS EM PAINEL

Foi analisado o período entre 1998 e 2004, com observações anuais. Isto ocorreu porque os dados disponíveis sobre o EMBI+ foram encontrados a partir de 31 de dezembro de 1997 e desta forma só foi possível calcular médias anuais para o EMBI+ a partir de 1998. Além disso, o Banco Mundial só possui dados atualizados em seu sítio no relatório dos Indicadores de Desenvolvimento Mundial (WDI – *World Development Indicators*) até o ano de 2004.

As variáveis escolhidas para compor o modelo foram o EMBI+, a relação dívida externa / PIB, a relação transações correntes / PIB, a relação dívida pública / PIB, e a relação investimento estrangeiro direto líquido / PIB. A variável dependente foi o EMBI+. Desejou-se verificar se as demais variáveis, que em diversos estudos explicaram de forma satisfatória o EMBI+, também poderiam explicar neste modelo o EMBI+.

Foram utilizadas 20 unidades *cross-section*, onde cada uma delas representou um país. Os países foram os mesmos da tabela 2 (África do Sul, Argentina, Brasil, Bulgária, Chile, Colômbia, Egito, Equador, Filipinas, Marrocos, México, Nigéria, Panamá, Peru, Polônia, Rússia, Turquia, Ucrânia e Venezuela), acrescidos também da América Latina.

Os dados utilizados para as regressões foram exatamente os mesmos constantes nas tabelas 2, 16, 18 e 19 e 20, respectivamente para o EMBI+, dívida externa/PIB, dívida pública/PIB, resultado em transações correntes/PIB, e investimento estrangeiro direto líquido / PIB.

A Tabela 21 mostra a matriz de correlação entre as variáveis. As variáveis independentes não possuem correlações elevadas entre si, sendo que a Dívida Pública/PIB e as Transações Correntes/PIB apresentam correlação negativa, bem como o Investimento Estrangeiro Direto Líquido/ PIB e Transações Correntes/PIB.

TABELA 21 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

	EMBI+	Dívida Externa/PIB	Transações Correntes/PIB	Dívida Pública/PIB	Investimentos Estrangeiros/PIB
EMBI+	1,0000	0,6723	0,2928	0,4653	-0,1507
Dívida Externa/PIB	0,6723	1,0000	0,0938	0,2463	0,0668
Transações Correntes/PIB	0,2928	0,0938	1,0000	-0,1617	-0,4574
Dívida Pública/PIB	0,4653	0,2463	-0,1617	1,0000	0,1210
Investimentos Estrangeiros /PIB	-0,1507	0,0668	-0,4574	0,1210	1,0000

O modelo de dados em painel manteve fixos os efeitos nas unidades *cross-section* e nas observações temporais. Utilizou-se o painel balanceado, uma vez que cada unidade *cross-section* possui o mesmo número de observações temporais, que neste caso são 7.

A Tabela 22 demonstra o output gerado através da regressão por mínimos quadrados do modelo de dados em painel com efeitos fixos nas unidades de *cross-section* e nas observações temporais. Observa-se que o  $R^2$  ajustado é 0,8663, o que denota que o modelo de dados em painel pode explicar de forma satisfatória a relação entre as variáveis independentes e a variável dependente, dentro das condições especificadas.

A estatística-F também apresentou valores estatisticamente significativos para a relação Dívida Externa/PIB e a relação Dívida Pública/PIB, o que denota que estas variáveis podem explicar de forma satisfatória o EMBI+, de acordo com o modelo especificado. As variáveis Transações Correntes / PIB e Investimentos Estrangeiros / PIB não puderam explicar de forma satisfatória o EMBI+.

TABELA 22 – OUTPUT DO MODELO DE DADOS EM PAINEL COM EFEITOS FIXOS NAS UNIDADES *CROSS-SECTION* E NAS OBSERVAÇÕES TEMPORAIS

Indicador	Coeficientes	t-Estatística	Estatística-F
Dívida Externa/PIB	38,9954	11,6665	0,0000
Transações Correntes/PIB	16,5980	1,9396	0,0550
Dívida Pública/PIB	10,9551	3,5884	0,0005
Investimentos Estrangeiros /PIB	7,9191	0,4386	0,6618

Grande parte dos países emergentes transformou o seu saldo na balança comercial no período de 1998 a 2004, de negativo para positivo. O elevado preço das commodities no mercado internacional, das quais os países emergentes são

grandes produtores, aliado ao grande crescimento econômico da China e da Índia e ao monumental déficit na balança comercial dos Estados Unidos, fez com que o saldo da balança comercial melhorasse de forma significativa na maior parte dos países emergentes.

Além disso, alguns países flexibilizaram suas políticas cambiais, como o Brasil e a Argentina, o que permitiu aos mesmos obter melhores resultados em suas exportações e, conseqüentemente, nas suas balanças comerciais.

Todavia, há países que ainda apresentam saldos negativos em suas balanças comerciais. A Tabela 23 demonstra que a estatística-F para a variável Transações Correntes / PIB apresenta valores mais significativos estatisticamente se rodarmos o mesmo modelo de dados em painel da tabela 22, excluindo a Turquia, que é um dos países emergentes com maior proporção de déficit nesta variável.

TABELA 23 – OUTPUT DO MODELO DE DADOS EM PAINEL COM EFEITOS FIXOS NAS UNIDADES CROSS-SECTION E NAS OBSERVAÇÕES TEMPORAIS, EXCLUINDO A TURQUIA DA VARIÁVEL TRANSAÇÕES CORRENTES / PIB

Indicador	Coeficientes	t-Estatística	Estatística-F
Dívida Externa/PIB	38,9388	11,7081	0,0000
Transações Correntes/PIB	19,1980	2,1865	0,3090
Dívida Pública/PIB	10,9187	3,5925	0,0005
Investimentos Estrangeiros /PIB	8,9571	0,4976	0,6197

#### 4.4 A AGENDA FISCAL: PERSPECTIVAS

Segundo Gutierrez (2006), os superávits primários aliados à valorização cambial permitiram a estabilidade do principal indicador de solvência das contas públicas, que é a relação dívida pública/PIB.

Ainda de acordo com Gutierrez, foi possível no ano de 2005 consolidar diversos avanços na área fiscal e de endividamento público, graças ao ambiente macroeconômico favorável, à obtenção de vários anos seguidos de superavit primário, conforme se pode observar na Tabela 10, e aos excelentes saldos na balança comercial, conforme o observado no gráfico 5.

Gutierrez (2006) também decompõe a dívida pública em dois fatores: o primeiro se refere à variação fiscal propriamente dita, que é a diferença entre as receitas arrecadadas e os gastos do setor público consolidado, aí incluído o serviço da dívida e refletido no indicador de necessidade de financiamento nominal; o segundo se refere aos esqueletos, cujo reconhecimento começou a ser feito a partir de 1996 (Garcia, 2003).

Em 2006, a dívida pública se dividiu em 35,1% do PIB em dívida de natureza fiscal e 9,8% em dívida de ajustes patrimoniais, com destaque para o ajuste cambial, que vem diminuindo continuamente desde 2002. Os esqueletos, que estão incluídos nos ajustes patrimoniais, equivalem a 4,3% do PIB (Gutierrez, 2006). A Tabela 24 apresenta a composição da dívida líquida do setor público entre os anos de 2000 e 2006.

TABELA 24 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (% PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Dívida Fiscal</b>	37,9	37,5	32,8	37,4	34,4	35,4	35,1
<b>Dívida Patrimonial</b>	7,6	10,9	17,6	14,9	12,6	11,1	9,8
<b>a) Privatizações</b>	-4,8	-4,4	-3,7	-3,7	-3,2	-3,0	-2,8
<b>b) Esqueletos</b>	4,8	5,7	5,3	5,3	4,9	4,8	4,3
<b>c) Câmbio</b>	7,5	9,6	16,0	13,2	10,9	9,3	8,3
<b>Dívida Total</b>	45,5	48,4	50,5	52,4	47,0	46,5	44,9

Fonte: Banco Central do Brasil e Gutierrez (2006)

Conforme pode ser observado na Tabela 24, a relação dívida pública/PIB atingiu o seu ápice em 2003, ano seguinte à eleição presidencial de 2002, em que o dólar atingiu a sua cotação mais alta desde a implantação do plano Real. A partir de 2004, houve um consistente esforço da equipe econômica para reduzir a exposição cambial e com isso, simultaneamente, diminuir a dívida líquida do setor público e o risco Brasil. A apreciação cambial também ajudou significativamente este processo de diminuição da exposição cambial.

Gutierrez (2006) destaca que a política fiscal tem uma agenda complexa para os próximos anos. Segundo ela, o grande desafio da política fiscal nos próximos anos será a mudança do ajuste posto em prática desde 1999, com a flexibilização do câmbio. A contínua elevação dos gastos primários tem sido sustentada por aumentos contínuos da carga tributária. As receitas primárias se elevam anualmente, junto com a arrecadação tributária federal, que em 2006 atingiu o recorde de 372,26 bilhões de reais, o que equivale a 16,03% do PIB.

Garcia (2005) cita o ex-secretário de Fazenda do Estado de São Paulo, Yoshiaki Nakano, que escreveu artigo defendendo a proposta de déficit nominal zero, mas ressaltou que no caso brasileiro, a obtenção desta meta não implicaria na redução da taxa de juros, pois segundo Nakano *“para reduzir a taxa de juros no Brasil, a política de déficit nominal deverá ser acompanhada de reformas na política monetária e de dívida pública, para que a curva de juros tenha uma inclinação normal e haja uma separação nítida entre o mercado de moeda e de dívida pública.”*

Ainda segundo Garcia (2005), a regra de fixação da taxa básica de juros (Selic) tem tido caráter dual. Isto é explicado segundo ele e foi testado econometricamente no período de câmbio controlado (1ª. fase do Plano Real) na dissertação de mestrado de Marcelo Castello Branco, que foi defendida na PUC-RIO. Castello Branco mostra que *“...nos períodos de crise de financiamento externo, o juro era colocado no nível necessário para evitar fugas maciças de capitais. Quando a crise passava e o financiamento externo deixava de representar uma restrição, o juro era reduzido até o nível necessário para manter a inflação cadente. Como essa taxa era maior do que a necessária para atrair capitais externos de curto prazo, havia um excesso de entrada de capital que pressionava o câmbio para baixo (apreciação). Para evitar a apreciação cambial, o Banco Central intervinha*

*comprando reservas cambiais ao mesmo tempo em que tentava dificultar a entrada de capitais de curto prazo através de controles de entrada de capital.”*

Para Garcia (2005), mesmo com as 2 mudanças fundamentais da política macroeconômica em 1999 (câmbio flutuante e expressivos e consistentes superávits fiscais), a dualidade da regra de fixação de juros permaneceu. Segundo ele, há significativa entrada de divisas, não apenas pela balança comercial, mas também na conta de capitais, o que vem resultando em forte apreciação cambial.

Além disso, ele afirma que a baixa resposta da inflação à alta taxa de juros também é explicada por outros fatores deficientes de nossa economia, como o baixo nível de crédito agregado ao setor privado, créditos subsidiados cujas taxas não respondem à taxa Selic, altíssima carga tributária, baixa competitividade e proteção tarifária contra importações.

Garcia (2005) conclui seu artigo defendendo o aprimoramento da política fiscal, com cortes de transferências e gastos poucos prioritários, além do aumento da eficiência do gasto público.

Gutierrez (2006) também defende este aprimoramento da política fiscal. Além dos fatores mencionados por Garcia, ela ressalta a necessidade de uma nova rodada de reformas previdenciárias, com o objetivo de reduzir o déficit previdenciário futuro, bem como uma maior desvinculação das receitas da União.

As eleições de 2006 foram vencidas por Luiz Inácio Lula da Silva. O presidente reeleito se comprometeu com a manutenção da política econômica vigente no seu primeiro governo. No início do mandato, em 2007, foi anunciado um plano de investimentos, o PAC (Plano de Aceleração do Crescimento), que tem como objetivo realizar investimentos em infra-estrutura para aumentar a taxa de crescimento. Não foram anunciados cortes de gastos públicos relevantes, mas o governo se comprometeu a gerar o mesmo superávit primário de 2006, que foi de 3,88%. Também não foram colocadas ainda em votação no Congresso Nacional propostas de reforma tributária, previdenciária, trabalhista ou fiscal.

A economia mundial continua em grande crescimento, impulsionada principalmente pelo estrondoso crescimento da China e da Índia. Ainda há uma

grande liquidez no mercado internacional, com grande abundância de capitais direcionados às economias emergentes.

É importante que o Brasil aproveite este momento extremamente favorável da economia mundial para reduzir a sua relação Dívida Pública/PIB e para reduzir também o endividamento externo em relação ao PIB.

## 5. CONCLUSÃO

A partir do ano de 2003, a economia mundial passou a viver uma fase de profunda expansão, uma das maiores da história do capitalismo. Este extraordinário crescimento foi impulsionado por diversos fatores, entre eles o grande crescimento do PIB dos países emergentes, como a Rússia, Índia e principalmente a China, cujo crescimento há alguns anos transita em torno dos 2 dígitos.

O modelo econômico chinês é baseado num câmbio fortemente depreciado do yuan em relação ao dólar, o que torna os produtos chineses altamente competitivos no mercado internacional. O país mais populoso do mundo possui mão de obra abundante e extremamente barata. O Banco Central Chinês compromete-se a enxugar os dólares e euros resultantes do excesso de divisas que entram na China através do superávit na balança comercial, o que faz com que a China detenha uma das maiores reservas internacionais em moeda estrangeira, principalmente dólares e euros. Além disso, a China beneficia-se por não ter uma cultura inflacionária, pois esta compra por parte do Banco Central Chinês de dólares injeta bastante moeda doméstica no mercado, o que em outros países poderia gerar forte pressão inflacionária. Outro fator que favorece a China é a elevada taxa de investimento que proporciona um grande incremento na infra-estrutura do país.

Este elevado crescimento econômico mundial vem gerando um excesso de liquidez no mercado internacional. A demanda pelas *commodities* de vários países emergentes fez com que seu preço no mercado internacional subisse e isto favoreceu bastante as exportações destes países, inclusive o Brasil.

Como o estudo de Megale (2005) concluiu, não são apenas os fundamentos econômicos que explicam as variações no risco país. O ambiente externo também é importante em sua determinação. Mais do que as taxas de juros livres de risco, que são os títulos do Tesouro norte-americano, existem outros fatores que influenciam o ambiente externo, como a aversão ao risco dos investidores internacionais e o efeito

manada pelo medo de contágio em situações de crises em alguma economia emergente.

A partir de 2003, o excesso de liquidez provocou otimismo no mercado e muitos investidores internacionais compraram títulos da dívida de países emergentes. Estes excessos de liquidez e otimismo podem explicar a redução do risco-país.

Além destes fatores do ambiente externo, a grande maioria dos países emergentes, conforme foi demonstrado na tabela 16, reduziu de forma expressiva o seu indicador de endividamento externo em relação ao PIB. O excesso de liquidez internacional pode ter auxiliado os países emergentes a reduzir o grau de endividamento externo.

Os diversos estudos reproduzidos neste trabalho indicam que a redução do endividamento externo e da dívida pública dos países pode explicar a redução do risco de *default*. Os testes de Rocha, Moreira e Magalhães afirmam que modelos estruturais de análise de risco de crédito baseados em fundamentos macroeconômicos explicam o risco soberano e que o principal indicador do modelo testado por eles é o a relação entre a dívida externa e o PIB.

As Tabelas 13 e 14 demonstraram que o endividamento externo é o indicador econômico que melhor explica o risco de default de um país, de acordo o modelo especificado nas tabelas.

Para compor o EMBI+, o país necessita apresentar ratings de crédito BBB+/Baa1 ou superior, de acordo com as agências Standard & Poor`s e Moody`s. Conforme o sítio da Standard & Poor`s, a avaliação da qualidade creditícia de cada governo conduzida pela Standard & Poor`s é qualitativa e quantitativa. A Standard & Poor`s divide a estrutura analítica dos ratings soberanos em dez categorias, a saber: Risco Político, Renda e Estrutura Econômica, Perspectivas de Crescimento Econômico, Flexibilidade Fiscal, Carga da Dívida do Governo Geral, Passivos Contingenciais e no Exterior ('Off-shore'), Estabilidade Monetária, Liquidez Externa, Carga de Endividamento Externo do Setor Público, e Carga de Endividamento Externo do Setor Privado.

A Standard & Poor's atribui ratings de crédito, onde cada governo soberano é classificado dentro de uma escala , cujas notas vão de um (a mais alta) até seis, aplicada a cada uma das dez categorias analíticas. Não existe uma fórmula específica para se combinar os escores ao se determinar os ratings. De acordo com o sítio da Standard & Poor's:

*As variáveis analíticas são inter-relacionadas e os pesos não são fixos, nem entre os diversos governos soberanos nem ao longo do tempo. A maioria das categorias incorpora tanto os riscos econômicos quanto os políticos, os quais são os principais determinantes do risco de crédito. O risco econômico abrange a capacidade do governo para honrar pontualmente suas obrigações, e é uma função de fatores quantitativos e qualitativos. O risco político abrange a disposição do governo soberano para pagar suas dívidas.*

Desta forma, até para que um país possa ser avaliado pelo EMBI+, ele necessita possuir pelo menos o rating BBB+/Baa1 ou superior. E para que ele possua este rating, necessita ser avaliado de acordo com os critérios quantitativos e qualitativos acima mencionados. Esta é mais uma evidência de que os fundamentos econômicos afetam o risco-país.

O modelo de dados em painel também comprovou que os graus de endividamento externo e de dívida pública são estatisticamente significativos para explicar o risco-país, dentro das condições especificadas no modelo testado.

O governo brasileiro conseguiu reduzir de forma acentuada o endividamento externo nos últimos anos. Todavia, a relação Dívida Pública/ PIB continua muito elevada. O atual cenário extremamente positivo da economia mundial, com a abundante liquidez de capital, cria oportunidades para que o país melhore ainda mais os seus fundamentos econômicos.

A relação Dívida Pública/PIB pode ser reduzida tanto através da redução da Dívida Pública como por mais crescimento do PIB. Para que isto ocorra, de acordo com Gutierrez(2006), a política fiscal deve ser mais restritiva, com o corte de gastos correntes do governo e o aumento da Desvinculação das Receitas da União (DRU).

O PIB brasileiro também vem apresentando nos últimos anos taxas de crescimento inferiores à média mundial. Se o PIB crescer a taxas maiores, a relação Dívida Pública/PIB será reduzida. Há vários fatores que inibem um maior crescimento do PIB. A taxa de investimento no Brasil é muito baixa, principalmente se comparada aos demais emergentes. Os juros reais brasileiros continuam a ser os mais altos do mundo, apesar das contínuas reduções da taxa Selic pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil. Além disso, juros menores podem diminuir o ingresso de divisas através da conta de capitais, o que tornaria o câmbio mais desvalorizado, fazendo com que os produtos brasileiros fiquem mais competitivos no exterior.

As contínuas reduções da taxa Selic podem favorecer um maior crescimento do PIB nos próximos anos e um câmbio mais desvalorizado, gerando mais competitividade dos produtos brasileiros no exterior. Esta contínua melhora dos fundamentos econômicos é um caminho que pode levar o Brasil a atingir o *status* de *investment grade* brevemente. O Risco Brasil vem atingindo os menores níveis de sua história no mês de abril de 2007 e pode ficar ainda menor com esta melhora dos fundamentos econômicos, principalmente com a redução da Dívida Pública/PIB e da Dívida Externa/PIB, aliada à grande abundância de capitais no mercado internacional provocada pela excelente fase da economia mundial.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abreu, M.P.; Werneck, R. L. F. **The Brazilian Economy from Cardoso to Lula – an Ínterim View**, outubro 2005, 28p. Texto de discussão do Departamento de Economia da PUC-RIO, nº 504, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br>

Arida,P.; & Lara-Resende, A. Inflação inercial e reforma monetária no Brasil. In: ARIDA, P. (org). **Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel**. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986. Originalmente publicado em: WILLIAMSON, J. (ed.). **Inflation and indexation**. Washington, Institute for International Economics, 1985.

Banco Central do Brasil – 31.3.2007 – <http://www.bcb.gov.br> .

Banco Mundial – 31.3.2007 – <http://www.worldbank.org>

Bevilacqua, A. S. **Dual resource transfers and the secondary market price of developing countries**, dezembro 1995, 26 p. Texto de discussão do Departamento de Economia da PUC-RIO, nº 344, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br>

Bresser-Pereira, L. C. **Macroeconomia do Brasil pós-1994**, setembro 2003, 37 p. Texto para discussão da Escola da Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, nº 131, disponível em <http://www.fgvsp.br/economia>

Bresser-Pereira, L. C; Nakano, Y. **Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade**, julho-setembro 2002, 35 p. Revista de Economia Política, nº 3 (87), vol. 22.

Calvo, G.A.; Leiderman, L.; Reinhart, C.M. **Rational contagion and the globalization of securities markets**. *Journal of International Economics*, 51 p, p. 79-113, 2000.

Comissão Econômica para a América Latina – 31.3.2007 - <http://www.eclac.org/>.

Fernandez-Arias, E. **The new wave of private capital inflows: push or pull?**. *Journal of Development Economics*, v. 48, p. 389-418, 1994.

Garcia, M.G. **Déficit Zero e Queda dos Juros**, 4 de agosto de 2005. Artigo publicado no Valor Econômico, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>

Garcia, M.G. **Taxa de Juro, Risco Cambial e Risco Brasil**, Mimeo, 2001.

Garcia, M.G. **Um Novo Legado de Esqueletos?**, 31 de outubro de 2003. Artigo publicado no Valor Econômico, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>

Garcia, M.G.; Filho, W. N. **Fundamentos Econômicos afetam o Risco Brasil?**, 30 de setembro de 2004. Artigo publicado no Valor Econômico, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>

Garcia, M.G.; Rigobon, R. **A Risk management approach to emerging market's sovereign debt sustainability with an application to Brazilian data**, março 2004, 23p. Texto de discussão do Departamento de Economia da PUC-RIO, nº 484, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br>

Giemenes, Cristiano; Famá, Rubens. **A Correlação entre o Risco País e Índices de Bolsa da América Latina: um estudo exploratório**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v.10, n.2, p-39-50, abril/junho 2003

GlobalInvest-30.6.2006- [http://www.globalinvest.com.br/relatorios/EMBI\\_161204.pdf](http://www.globalinvest.com.br/relatorios/EMBI_161204.pdf)

Gutierrez, M. **Política Fiscal e Dívida Pública: um balanço do ano e perspectivas, fevereiro 2006**, 19 p, XXV Seminário Risk Control – Coppead, disponível em <http://www.riskcontrol.com.br/>

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – 31.3.2007 – <http://www.ibge.gov.br> .

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – 31.3.2007 – <http://www.ipea.gov.br> .

Lara-Resende, A. **A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial**. In: *Revista de Economia Política*, v.5 (2), abril-junho, 1985a. Publicado originalmente em *Gazeta Mercantil*, 26, 27 e 28/9/1984; e em *Texto para Discussão* n.75. Rio de Janeiro, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica, 1984, 14p.

Lopes, F. Só um choque heterodoxo pode curar a inflação. In: **O choque heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária**. Rio de Janeiro, Campus, 1986. Publicado originalmente em *Economia em Perspectiva*. São Paulo, Conselho Regional dos Economistas, agosto, 1984.

Marion, José. Et. Al. **Monografia para os Cursos de Administração, Contabilidade e Economia**. São Paulo: Ed. Atlas, 2002

Megale, Caio. *Fatores externos e o risco país*. Rio de Janeiro: BNDES, 2005.

Modenesi, André de Melo. **Regimes Monetários: teoria e experiência do real**. Barueri: Manole, 2005.

Oks, D; Padilha, G. G. **Determinantes del riesgo país en Argentina durante 1994 – 99. El rol de la liquidez sistêmica, factores de contagio e incertidumbre política.**, *Asociación Argentina de Economía Política (AAEP)*, Nota 1517, 2000.

Rocha, Kátia; Moreira, Ajax.R.B; Magalhães, Ricardo. **Determinantes do spread brasileiro: uma abordagem estrutural**. Resenha BM&F nº 151, p. 20-30, agosto/1998.

Rosemberg, M. R. **International Fixed Income investing: theory and practice**. In: **Fabozzi, Frank J. (ed). The handbook of fixed income securities**, 5ª ed, cap. 55, Mc Graw Hill, 1997.

Standard & Poor's – 31.3.2007 – <http://www.standardandpoors.com>

Tesouro Nacional – 30.6.2006 – <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>

Werneck, R. L. F. Além da estabilização: desafios da agenda fiscal, dezembro 2005, 17p. Texto de discussão do Departamento de Economia da PUC-RIO, nº 514, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br>

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)