

LEANDRO PEREIRA DOS SANTOS

A EVOLUÇÃO DO RISCO BRASIL DE 1994 À 2003

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel no Curso de Ciências Econômicas do Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado.

CURITIBA
2004

TERMO DE APROVAÇÃO

A EVOLUÇÃO DO RISCO BRASIL DE 1994 À 2003

LEANDRO PEREIRA DOS SANTOS


Monografia apresentada e aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, ao setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador:



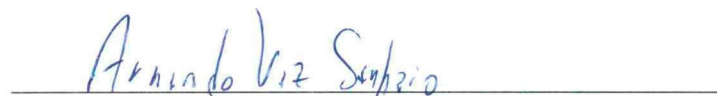
Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado

Departamento de Economia – UFPR



Profª. Adriana Sbicca Fernandes

Departamento de Economia - UFPR



Prof. Dr. Armando Vaz Sampaio

Departamento de Economia – UFPR

Curitiba, 16 de dezembro de 2004

SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS	v
LISTA DE TABELAS	vi
LISTA DE SIGLAS	vii
RESUMO	viii
INTRODUÇÃO	01
2 REVISÃO DA LITERATURA	04
2.1 O QUE É RISCO PAÍS.....	05
2.3 FATORES INFLUENTES NO RISCO PAÍS.....	07
3 EVOLUÇÃO DA MACROECONOMIA DO BRASIL E O CENÁRIO EXTERNO DE 1994 A 2003	16
3.1 VARIÁVEIS MACROECONOMICAS.....	16
3.1.1 A POLITICA ECONOMICA.....	16
3.1.2 SETOR PÚBLICO.....	20
3.1.3 AS CONTAS EXTERNAS.....	24
3.2 AS CRISES.....	26
3.2.1 A CRISE DO MÉXICO.....	26
3.2.2 A CRISE ASIÁTICA.....	28
3.2.3 A CRISE DA RÚSSIA.....	30
3.2.4 A CRISE DO BRASIL.....	31
3.2.5 A CRISE DA ARGENTINA.....	35
3.3 EVOLUÇÃO DO RISCO BRASIL.....	36
3.4 ANÁLISE DO RISCO BRASIL DE 1994 A 2003.....	38
4 CONCLUSÃO	45
REFERÊNCIAS	47

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – TAXAS DE JUROS NO BRASIL.....	19
Gráfico 2 – RISCO BRASIL (SPREAD C-BOND) 1995 À 2003.....	36
Gráfico 3 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA DE 1994 À 2003.....	39
Gráfico 4 –EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS BRASILEIRAS DE 1994 À 2003.....	40
Gráfico 5 –EVOLUÇÃO DO BALANÇO DE TRANSAÇÕES CORRENTES DO BRASIL DE 1994 À 2003.....	41
Gráfico 6 – RISCO BRASIL (SPREAD DO C-BOND) DE 1995 À 1997.....	42
Gráfico 7 –PICOS DO RISCO BRASIL de 1995 à 2003.....	43

LISTA DE TABELAS

TABELA 1- NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETO PÚBLICO.....	20
TABELA 2 –DÉFICIT DO SETOR PÚBLICO (%PIB).....	22
TABELA 3 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO.....	23
TABELA 4 –BALANÇA DE TRANSAÇÕES CORRENTES	25
TABELA 5 – EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS.....	25

LISTA DE SÍGLAS

BACEN – Banco Central do Brasil.

BIS – Bank For International Settlements (Banco Internacional de Compensações).

EMBI – Emerging Markets Bond Index (Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes).

IGP-M – Índice Geral de Preços Médios.

LTCM – Fundo de hedge americano (Long Term Capital Management).

PIB – Produto Interno Bruto.

TBAN – Taxa de Assistência do Banco Central.

URV – Unidade Real de Valor.

RESUMO

A Discussão em torno de quais fatores interferem mais nas variações de risco soberano de um país são freqüentes e intensas. O risco país é um índice que mede o spread, ou seja, o quanto a mais o mercado está cobrando para adquirir um título soberano de uma nação em relação a um título de mesma maturação dos EUA. Vários são os trabalhos que buscam o entendimento sobre quais variáveis, sejam elas internas ou externas ao país, pesam mais como condicionantes das variações do risco país. Seguindo esta linha, o presente trabalho tem como objetivo tentar identificar quais as variáveis que mais influenciaram as variações do risco Brasil no período de 1994 a 2003. Ao se analisar a evolução no período, tanto dos indicadores internos quanto o cenário externo, percebe-se que este último teve um papel mais destacado, pois os picos de elevação do risco coincidem com crises externas, ao mesmo tempo em que os fundamentos internos não apresentam grandes variações.

1 INTRODUÇÃO

As taxas de juros constituem uma das variáveis mais importantes para o bom funcionamento da economia, principalmente após a globalização dos mercados financeiros, quando houve uma grande intensificação da mobilidade do capital entre os países. E é neste contexto que torna-se de fundamental importância entender então quais são os fatores que influenciam as variações nas taxas de juros domésticas de um país.

Um balizador de grande peso na determinação da taxa de juros é o risco país, que mede qual o *spread*¹ que um investidor está disposto a cobrar ao fazer um empréstimo a determinada nação, em comparação a um outro país teoricamente livre de risco. Isto porque, ao se analisar a formação da taxa de juros doméstica de um determinado país, um processo bastante utilizado é a paridade coberta de juros, que divide a taxa de juros em três componentes: a taxa de juros internacional livre de risco, o prêmio coberto do câmbio futuro e o risco país.

Entender o funcionamento do risco país e conseqüentemente a taxa de juros, torna-se imprescindível principalmente em países como o Brasil, que quase sempre está inscrito em cenários de necessidade de ajustes no balanço de pagamentos, o que gera uma busca maior de capital externo, sendo a taxa de juros fundamental para esta captação

Os países, na maioria das vezes com o objetivo de fazer a rolagem de sua dívida, freqüentemente vendem títulos desta dívida no mercado financeiro ou seja, fazem novos empréstimos, assumem compromissos futuros para honrar compromissos passados. Estes papéis podem ser atrelados a juros ou mesmo ao câmbio, mas sempre terão uma data para o vencimento. Nesta data o tomador do empréstimo terá que quitar sua dívida, ou seja recomprar o título emitido anteriormente. O risco país, também conhecido como risco de crédito soberano, é então o risco de que na data de re-pagamento, o detentor do título não receba. É o risco que o emprestador corre de que na data da liquidação do título, o tomador do empréstimo não execute o pagamento. Logicamente, em países emergentes onde

¹ Diferencial de juros pago em relação aos juros pagos pelos EUA

existe a possibilidade de não haver o pagamento no fim do contrato, ou que esta possibilidade é maior do que em países desenvolvidos, o risco país consequentemente é maior.

Discussões do porquê em diferentes períodos de tempo o mercado julga um país com maior ou menor probabilidade de honrar ou não seus compromissos são freqüentes tanto no meio financeiro como no campo acadêmico. Esta discussão é de fundamental importância para o país em questão, pois tendo ele o conhecimento dos fatos que interferem nestas variações, fica mais fácil atuar de forma a baixar o máximo possível o risco, e assim minimizar os custos com pagamentos de juros mais altos.

É com este intuito que este trabalho é feito, o de analisar e entender os principais motivos que influenciaram nas variações do risco Brasil no período de 1994 a 2003. Ao mesmo tempo, procura-se entender também o que a teoria diz sobre os determinantes das variações no risco país, se estes determinantes, tanto de cunho interno quanto externo foram mesmo influentes no Brasil no período de referência.

Argumentos explicativos a este respeito vão desde mudanças na política econômica até eventos que estariam fora do controle da autoridade econômica na execução de seus programas.

O trabalho procura avaliar dentre os fatores que a literatura mostra como determinantes, aqueles que mais se mostram significativos para as variações no risco Brasil no período de 1994 a 2003. E para isto o método que será utilizado é uma análise estritamente descritiva das variações ocorridas no prêmio de risco brasileiro no período, bem como das principais variáveis explicativas que a literatura mostra como significativas no estudo deste índice. Para isto será traçado um paralelo entre cada variável explicativa com o Risco Brasil, e então verificar se os movimentos nas variáveis estão condizentes com o que a literatura coloca.

Com o intuito de analisar então, quais fatores foram mais influentes nas mudanças nos prêmios de risco brasileiro no período de estudo, além desta parte introdutória, terá o capítulo dois o objetivo de apresentar a revisão da literatura sobre risco país, buscando entender o que ele é, como é determinado, verificando tanto os determinantes internos quanto externos do país que se mostram significativos nas variações deste mesmo risco.

No capítulo três será feita uma análise sobre os determinantes que a literatura mostra como influentes no risco país no período de 1994 a 2003, avaliando o andamento tanto das variáveis internas quanto externas. Neste mesmo capítulo será feita a apresentação do comportamento do risco Brasil, e ainda a análise e comparação dos movimentos nas variáveis estudadas. A conclusão referente a quais determinantes pesaram mais nas variações do risco país no período de referência, será o objetivo do capítulo quatro.

2 REVISÃO DA LITERATURA

A necessidade de se avaliar o risco do não pagamento de uma dívida de um país aumentou na década de 80, momento em que se assiste a diversos episódios de renegociações e moratórias de dívidas soberanas, conseqüência da crise global nesta mesma década. Isto porque, com esta crise e a conseqüente alta nas taxas de juros das principais economias do mundo, diversos países em desenvolvimento enfrentaram dificuldades em honrar os serviços decorrentes de suas obrigações.

Segundo HECK (2002, p. 04), "...outro importante fator..." que torna necessário o acompanhamento dos níveis de risco soberano dos países emergentes, "...é o aumento no fluxo de capitais privado via colocação direta de títulos em mercado internacional, aliado à retração nas concessões de crédito e pacotes de assistência financeira...", pois essas avaliações interferem no acesso destas economias emergentes no mercado financeiro global.

Desde que estes índices passaram a ser medidos, é acirrada a discussão sobre a forma pela qual essa avaliação é feita, e se realmente estão mostrando a capacidade de um país honrar seus compromissos. Na década de 80 grande parte das análises eram feitas baseadas em acontecimentos anteriores, principalmente renegociações de dívidas e os *spreads* pagos por seus títulos, ou seja, o que era levado em consideração era o "bom comportamento" dessas economias e o retorno de seus títulos. Não era levado em consideração a conjuntura internacional e nem mesmo os fundamentos econômicos do país.

Com a percepção de que os *ratings*² obtidos com essas avaliações apenas reagiam aos fatos, mas não os antecipava, começou-se a formar então a idéia de que mais do que o passado do país, deveria ser analisado, também, a sua situação com relação a capacidade de pagamento de suas dívidas, além da aversão dos investidores a aceitarem diferentes graus de riscos em diferentes momentos, sendo estas variações decorrentes de acontecimentos momentâneos na economia mundial.

² Avaliação de determinado agente feita por uma agência de classificação.

2.1 O QUE É RISCO PAÍS

Até os anos 80, as únicas agências de classificação de risco existentes atuavam nos mercados domésticos de crédito, examinando basicamente as capacidades de pagamento das instituições tomadoras de empréstimo. Nos anos 70, no mercado internacional de crédito, os credores já tinham cada um suas próprias formas de medida de capacidade de pagamento de um cliente, porém nesta mesma época não haviam indicadores de risco de crédito de emissores soberanos publicados e acessíveis para o mercado em geral.

Segundo HECK (2002, p. 04) "...só em 1979 a *Institutional Investor* começou a coletar, entre as principais instituições financeiras ao redor do mundo, suas medidas de risco de crédito de países individuais, compondo, o que passou a ser a primeira medida de risco desse tipo publicamente avaliável...".

Nos anos 80, a relação entre os emprestadores e os países tomadores de empréstimo era relativamente mais estreita, o que determinava uma percepção de risco país menos volátil do que a atual, pois, era fundamentada basicamente, em elementos financeiros que determinavam a capacidade de pagamento dos países.

A medição do risco país e a maneira como ele se expressa, vem evoluindo de acordo com o desenvolvimento dos mercados financeiros, que se tornaram mais complexos na medida em que os participantes, as formas de negociação e os instrumentos têm se diversificado consideravelmente.

Atualmente, os pontos de observação dos analistas vão além da capacidade de pagamento do país, incluindo outros fatores determinantes. Em suas decisões de investimentos, levam em consideração as informações difundidas pelo próprio mercado e também rumores de que no futuro, a economia em questão, possa se contaminar por uma crise financeira que tenha origem em uma outra nação.

Essas assimetrias que acompanham o processo de avaliação de risco originam distorções nos prêmios de risco país, na medida em que fornecem informações a mais para o investidor do que a própria capacidade de pagamento do país. Sendo assim, o prêmio de risco além da medição da probabilidade de que um país não pague sua dívida na data marcada, pode conter outras informações ou avaliações que não estejam dadas publicamente. Isto pode deixar a avaliação

bastante volátil em um período curto de tempo, mesmo que os fundamentos econômicos do país não estejam sofrendo alterações.

O importante no caso do bom entendimento sobre o que é o risco país é o fato de que ele é fundamental na determinação do piso das taxas de juros domésticas, e reduzi-lo é uma tarefa primordial para que o país consiga taxas de juros compatíveis com o crescimento econômico de longo prazo. De acordo com a definição de paridade coberta da taxa de juros, para países emergentes como o Brasil, a taxa doméstica de juros pode ser assim representada:

$$i = i^* + E + rp$$

Seguindo a notação utilizada acima, i é a taxa de juros doméstica; i^* é a taxa de juros externa; E a expectativa de desvalorização da moeda nacional em relação ao dólar e rp o risco país. Este último é o objeto de estudo deste trabalho.

Em várias ocasiões ao se fazer uma comparação dos dados, a relação acima não é verdadeira, isto porque pode ser que a política monetária do país esteja voltada para outros objetivos, como por exemplo em países que utilizam o sistema de metas de inflação. Assim a autoridade monetária ao utilizar uma taxa de juros elevada para combater a inflação acaba pagando um prêmio pelo risco maior do que o exigido pelo mercado. Porém esta análise não é objetivo deste trabalho, mas apenas os fatores que influenciaram a variação no risco Brasil no ano de 2003.

Os títulos da dívida externa dos Estados Unidos são considerados os mais seguros do mundo. Quando alguém investe neles, corre um risco próximo de zero. Outros países, no entanto, não inspiram tanta confiança nos investidores quanto a nação mais rica do mundo. E o caso do Brasil, que já declarou moratória e não parece tão previsível quanto os EUA. O risco Brasil é justamente uma tentativa de quantificar o risco de se investir no país, e expressa o grau de confiança do investidor externo no Brasil.

Uma das formas de medir o risco Brasil é através dos títulos da dívida externa (C-Bond é o título mais utilizado para este fim). Dependendo do grau de confiança do investidor nestes papéis, ele vai aceitar pagar mais ou menos por eles. Se ele acredita que o Brasil pode não honrar seus compromissos, exige ganhos maiores na hora de obter o título e vice-versa.

É importante que se faça um esclarecimento neste momento. Várias agências internacionais medem e divulgam dados relativos ao nível de risco Brasil, porém com algumas diferenças. O JP Morgan por exemplo divulga diariamente o EMBI e o EMBI+, entre outros, que é uma medida do diferencial de juros pagos por uma cesta de títulos públicos brasileiros emitidos em moeda externa em relação a títulos com o mesmo prazo de vencimento emitidos pelos EUA. Este índice está mostrando então o diferencial, o ganho a mais que o mercado está exigindo para comprar um título brasileiro.

Outras agências como Moody's e Standard & Poor's, apresentam uma classificação de risco para aconselhamento de seus clientes que estejam interessados em comprar um título da dívida pública brasileira ou de qualquer outro país. Analistas destas agências fazem um acompanhamento freqüente de vários números que na sua opinião deixam um país mais propenso ao risco de *default* ou não, e baseado nestas análises, emitem um índice de confiança. Por exemplo, quando se rebaixa a situação de risco de um país de A para B, significa que este país se tornou interessante para investidores especulativos que querem correr maior risco em troca de um maior retorno.

Para quantificar o risco, utiliza-se como referência os títulos do Tesouro americano, considerados como livres de risco e, é calculado pela diferença entre os juros pagos pelos papéis brasileiros com determinado prazo e juros pagos pelos americanos com mesmo vencimento. O número é expresso em pontos-base.

Como várias das próprias agências de classificação desse tipo de risco defendem, e também, como grande parte da literatura afirma, diversas são as variáveis macroeconômicas e fundamentos envolvidos na determinação e mensuração do grau de solvência de um determinado país emissor, ou seja, muitas são as variáveis que a literatura aponta como influentes na taxa de risco país.

2.2 FATORES INFLUENTES NO RISCO PAÍS

Com o intuito de entender e analisar o motivo pelo qual um país tem um prêmio de risco diferenciado de outros, e também porque este risco para um só país sofre modificações ao longo do tempo, vários são os autores e trabalhos publicados em relação ao assunto. Dentro desta vasta literatura, diversificadas são também as

variáveis que se mostram influentes nos *spreads* dos títulos emitidos por países emergentes no mercado internacional. Trabalhos empíricos ou teóricos, que apesar da grande diversidade de idéias e informações, concordam em boa parte nos fatores mais influentes no prêmio de risco.

MIN (1998) desenvolve um modelo para explicar os *spreads* de emissões públicas e privadas feitas por 11 países emergentes (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Venezuela, China, Indonésia, Malásia, Coréia e Filipinas), entre 1991 e 1995, além das variáveis exógenas, incluindo choques externos, o autor inclui outros três grupos de variáveis para descrever as condições de crédito específicas do país emissor do título, são elas: i) variáveis de solvência e liquidez: taxa de crescimento das exportações, taxa de crescimento das importações, taxa de crescimento do PIB real, relação dívida externa/PIB, relação reservas internacionais/PIB, ativos externos líquidos, saldo em conta corrente e serviço da dívida externa/exportações; ii) fundamentos macroeconômicos: inflação, termos de troca e taxa real de câmbio; iii) variáveis *dummy* indicando se a emissão foi feita durante a crise do México (1995), se é emissão pública ou privada, e se é uma emissão feita por um país da América Latina. Além disso, foram incluídos o montante do título e sua maturidade.

Com o objetivo de tentar identificar as condicionantes dos *spreads* dos países estudados, as variáveis que se mostraram significativas foram: i) variáveis de solvência e liquidez: dívida externa/PIB (sinal positivo), reservas internacionais/PIB (negativo), serviço da dívida externa/exportações (positivo), taxa de crescimento das importações (positivo), taxa de crescimento das exportações (negativo) e ativos externos líquidos (negativo); ii) fundamentos macroeconômicos: termos de troca (negativo) inflação (positivo) e taxa real de câmbio (positivo); iii) variáveis *dummy* para emissão privada (positivo). Além da maturidade do título (negativo) e seu montante (negativo). Com exceção da maturidade, os coeficientes estimados apresentaram os sinais esperados.

OKS e PADILHA (2000) analisam os *spreads* do mercado secundário de títulos da dívida da Argentina entre 1994 e 1999, também incluindo no modelo variáveis específicas da Argentina e choque externos. As variáveis específicas selecionadas foram: taxa de crescimento real do PIB, necessidade de financiamento do setor público, relação dívida pública total/PIB, razão serviço da dívida

externa/exportações, “colchão” financeiro do tesouro argentino, maturidade média da dívida pública, liquidez do sistema financeiro, *dummies* para as eleições presidenciais de 1995 e 1999 e uma *dummy* para o *bug* do milênio.

As variáveis que se mostraram significativas foram o “colchão” financeiro do tesouro argentino, a liquidez do sistema financeiro, os termos de troca, as *dummies* de contágio das crises da Rússia, Brasil e Hong Kong, a *dummy* para as eleições de 1999 e a *proxy*³ de aversão ao risco.

CANTOR E PACKER (1996) analisam os determinantes dos *spreads* no mercado secundário de títulos soberanos de 35 países, emergentes e industrializados. Os autores usam o logaritmo do *spread* como variável dependente e, como variáveis explicativas, renda per capita, taxa de crescimento do PIB, inflação, resultado fiscal, balança comercial, dívida externa, um indicador de desenvolvimento econômico, que é dado por uma variável *dummy* que indica se o país é industrializado ou não, e finalmente um indicador de histórico de *default* do país, que é representado por uma variável *dummy*, que indica se o país deu ou não *default* em sua dívida externa no passado recente (desde 1970), lembrando que o trabalho usava dados em *cross-section* do dia 29 de setembro de 1995. As variáveis que se mostraram significativas foram dívida externa (sinal positivo), os indicadores de desenvolvimento econômico (sinal negativo), e o histórico de *default* (sinal positivo).

EDWARDS (1986), busca identificar empiricamente quais as variáveis relevantes para a determinação dos *spreads* no mercado de títulos. O autor faz então dois experimentos. O primeiro usa o modelo de dados em painel para determinar os *spreads* de 167 emissões de títulos (mercado primário), realizadas para 13 países emergentes entre 1976 e 1980. O segundo utiliza um modelo de regressão linear simples para explicar os *spreads* do mercado secundário da dívida externa do México.

No primeiro caso, as variáveis escolhidas como determinantes da probabilidade de *default* foram: relação dívida externa/PNB, razão reservas internacionais / PNB, investimento bruto como proporção do PNB, saldo em conta corrente como proporção do PNB, taxa de serviço da dívida externa, razão

³ Uma variável que indica de alguma forma de maneira próxima a aversão ao risco

importações/PNB, taxa de crescimento do PIB per capita e um índice de taxa de câmbio real e efetiva. São incluídas ainda no modelo duas variáveis relacionadas ao título que está sendo analisado, sendo elas a maturidade do título e o montante captado.

As variáveis que se mostraram significantes na determinação do spread foram a relação dívida/PIB e a razão investimento bruto/PNB, sendo que a primeira com coeficiente positivo a segunda com coeficiente negativo. Ou seja, quanto mais a dívida de um país como proporção do PNB, menor será sua capacidade de repagar novas dívidas, e portanto maior a taxa de juros com a qual ele se defronta no mercado internacional de crédito. Por outro lado, quanto maior a taxa de investimento bruto de um país, menor será o spread em seus empréstimos externos, pois melhor será sua perspectiva de crescimento no futuro.

As variáveis escolhidas para o segundo experimento foram: relação dívida externa/exportações, razão reservas internacionais/importações, balança comercial, taxa de crescimento da produção de manufatura, índice de taxa de câmbio real e efetiva, o preço do petróleo mexicano além do próprio spread defasado em período, para captar a dinâmica auto-regressiva da série.

As variáveis significativas foram: relação dívida externa/exportações, (sinal positivo) relação reservas internacionais/importações (sinal negativo), o spread defasado (sinal negativo). Sendo assim, pode-se dizer que quanto maior a dívida externa maior será o spread, quanto maior o nível de reservas como proporção das importações, ou seja, quanto menor o ativo externo do país, maior seu risco, e portanto maiores serão seus *spreads*. E finalmente, quanto maior o spread no período anterior, maior deve ser o spread no momento atual.

Observando os modelos apresentados acima, todos eles procurando identificar as variáveis que podem ser consideradas influentes ou determinantes nas variações dos *spreads* pagos pelos países em análises, nota-se que na maioria dos casos, são analisadas variáveis de cunho macroeconômico, ou seja, fundamentos da economia do país, características específicas de cada país. Porém, como afirma MEGALE (2003, p. 19),

Com o advento da globalização dos mercados de capitais durante a década de 1990, ganhou corpo a percepção de que variáveis internacionais que caracterizavam as condições de liquidez dos mercados globais também desempenhavam um papel importante da

determinação da demanda por títulos emergentes, e conseqüentemente na determinação de seus *spreads*.

Em muitos momentos do tempo, ao se analisar os *spreads* pagos principalmente por países em desenvolvimento, observa-se que os números sofrem grandes variações. Ao se comparar os fundamentos econômicos nos mesmos momentos destas variações, estas modificações variam mais do que poderia ser explicado pelos fundamentos destes países. Isto gera a percepção de que mais do que as características específicas, que geralmente estão sob o controle da política econômica local, há ainda variáveis externas ao país, e que logicamente não estão sob seu controle, e com certeza influenciam as mudanças de patamares dos *spreads*.

O risco medido pelo spread dos títulos internacionais emitidos pelo país, além de ser sensível aos movimentos concretos de sua economia, também sofre influência de fatores externos, que não são específicos do país cujo risco se está medindo. Como afirma MEGALE (2003, p. 12)

[...] O preço de um título emitido pode cair sem que haja uma mudança nas condições político-econômicas do país emissor, pressionando por uma elevação dos retornos de ativos alternativos, ou por uma maior aversão ao risco dos investidores internacionais. Desta maneira, os *spreads* acabam refletindo não apenas a capacidade de solvência do país, mas também as condições de liquidez sob as quais os títulos estão sendo negociados.

É neste sentido que vários trabalhos têm sido feitos, tentando sempre provar empiricamente que tais argumentos são verdadeiros.

ARORA e CERISOLA (2001) com o objetivo de averiguar empiricamente se as variações no cenário externo influenciam realmente o prêmio de risco de um país, concentram seu estudo no efeito da política monetária americana sobre os *spreads* emergentes. Os autores fazem duas análises para tentar explicar variações nos *spreads* do mercado secundário de 11 países emergentes entre 1994 e 1999. No primeiro estudo, além dos fundamentos, incluem a taxa de juros de 10 anos do títulos do tesouro americano. Na segunda análise, utiliza a taxa básica de juros (Fed Funds) no lugar dos juros do título do tesouro que, segundo os autores, é mais adequada. Neste segundo estudo incluem ainda uma variável construída para medir a "turbulência do mercado".

Os resultados mostrados pelo trabalho foram relativos aos fundamentos, a maioria das variáveis utilizadas se mostrou significativa, sempre com o sinal esperado, com destaque para a relação dívida do governo central/PIB, que se mostrou bastante significativa em todas as regressões. Mostrou também que a taxa de juros americana, usada nos dois modelos, é significativa e com o sinal positivo, indicando que um aumento na taxa de juros americana causa aumentos nos *spreads* dos países emergentes. A “turbulência do mercado” também se mostrou significativa na maioria dos casos, embora não de maneira tão evidente como a taxa de juros.

Buscando avaliar os determinantes dos preços da dívida externa de economias emergentes no mercado secundário entre 1986 e 1991, BEVILÁQUA (1995) inclui entre as variáveis explicativas a taxa Libor (London Interbank Offer Rate) como *proxy* da taxa de juros livre de risco. Com isso o autor expõe que um aumento dos juros livres de risco deve provocar um aumento nos juros a serem pagos pela dívida externa dos países emergentes, e sendo assim, uma redução em seu preço. O trabalho conclui, baseado em resultados empíricos, que o argumento é verdadeiro.

CALVO, LEIDERMAN e REINHARDT (1993), fazem um exercício econométrico explicando que grande parte do movimento de fluxo de capitais para os países latino-americanos entre 1988 e 1991 é justificada por fatores ligados à economia americana, tais como a taxa de juros, nível de atividade, e movimentos dos mercados acionários e de ativos reais. Os autores argumentam que apesar dos países emergentes terem feito importantes reformas econômicas entre o final dos anos 80 e o início dos anos 90, os fundamentos não podem explicar sozinho o expressivo influxo de capitais.

Em muitos casos porém observa-se que uma redução do retorno do ativo livre de risco não necessariamente provoca uma redução de recursos para os ativos arriscados. Isto porque tem-se que levar em consideração também como determinante do ambiente econômico/financeiro, o grau de aversão ao risco dos investidores internacionais. Se o nível de aversão ao risco destes investidores estiver aumentando, a ordem dos acontecimentos pode até ser contrária, ou seja, um choque negativo sobre a aversão ao risco dos investidores pode provocar uma migração de ativos arriscados para ativos livres de risco, aumentando assim o spread entre eles.

Um outro ponto a ser levado em consideração que também é alheio aos

fundamentos próprios do país, é o fato de que, em tese, uma crise financeira em um país emergente pode criar uma crise de confiança acerca de outras economias emergentes, provocando um aumento de seus *spreads*. Este tipo de movimento é conhecido como movimento de manada.

MEGALE (2003, p. 45), com o objetivo de avaliar o papel das variáveis externas na determinação dos *spreads* dos países emergentes, explica que para medir a aversão ao risco do investidor internacional, "...é preciso uma variável que seja capaz de identificar, se por exemplo, um aumento nos *spreads* de países emergentes está sendo causado por um aumento da percepção de risco global, ou por um aumento da percepção de risco exclusiva de países emergentes". O autor escolhe para utilizar em seu trabalho o spread verificado no mercado de títulos de empresas americanas de alto risco, conhecidos como *high yield bonds*, afirmando "...ser esta a variável mais adequada para *proxy* do nível de aversão ao risco relevante..." aos objetivos do estudo. O autor faz uma descrição minuciosa sobre este índice.

Uma das conclusões do autor acima citado é que, além da variável proposta para servir de *proxy* para a aversão internacional ao risco ter se mostrado válida, "...o ambiente externo, que não está relacionado com os fundamentos específicos dos países, é de fato importante na determinação do risco país..." (MEGALE, 2000, p. 105).

Como os trabalhos até aqui analisados mostram, diversas são as variáveis e fundamentos econômicos, como também os cenários tanto internos quanto externos envolvidos na determinação e mensuração do grau de solvência de um determinado país. Além disso, outro ponto que está inscrito na discussão atual em relação a este assunto é a relação em princípio existente entre os *ratings*⁴ emitidos pelas agências avaliadoras de risco e os *spreads* enfrentados pelos países avaliados, ou seja, os efeitos causados por alterações de classificação por parte das agências.

HECK (2002, p. 54) faz um estudo com o objetivo de avaliar quais os impactos das alterações de classificação, como também de tendências de classificação de países

⁴ Avaliação feita por agências de classificação de risco

emergentes. Utiliza para isto um estudo de evento, aplicando um modelo padrão de mercado que relaciona os *spreads* dos países específicos a um *benchmark*⁵, que são os *spreads* dos demais países emergentes às suas épocas inclusos no índice EMBI+ do JP Morgan. As principais conclusões que o trabalho chega são:

Pela análise dos 4 grupos de eventos considerados concluímos que não só os impactos de alterações de ratings e tendências de classificação repercutem na formação de preços no mercado de dívida externa soberana, como também as dinâmicas dos prêmios de risco em meio a esses eventos apresentam cada qual padrões peculiares de evolução. (HECK, 2002, p. 54)

Para o grupo de rebaixamentos de classificação o núcleo aponta para uma nítida subida dos *spreads* locais em direção a data dos anúncios. (HECK, 2002, p. 55)

Para eventos de subidas de classificação os núcleos dos índices apontam para uma redução dos *spreads* por toda a janela de evento. (HECK, 2002, p. 56)

Os mesmos resultados são encontrados por HECK (2002) ao se analisar as imposições de tendência tanto de rebaixamento como de subidas.

A análise sobre a possibilidade de alterações nas classificações de *ratings* influenciarem o risco país foi incluída neste trabalho por se supor ser de grande importância para o estudo sobre os possíveis fatores influentes nas variações que ocorreram no risco Brasil no período de 1994 a 2003. Porém este item não será incorporado no restante da análise do trabalho, e alguns motivos são aqui apresentados.

Primeiramente, sabe-se pela verificação da literatura a respeito, que há uma relação, como o próprio trabalho de HECK (2002) apresenta, entre as alterações de *ratings* sobre o mercado de dívida soberana. Porém nada pode garantir que de fato as agências não são superiores nas avaliações das informações que estão disponíveis no mercado, e dessa forma, o conseqüente aumento no *spread* do país em questão é fruto tão somente das variáveis que já estão definidas. Sendo assim, se essas agências conseguem obter diferentes conclusões com as informações disponíveis, elas estão apenas antecipando o mercado, que mais cedo ou mais tarde acabaria chegando ao mesmo ponto. Dessa forma, os fatores que estariam influenciando as mudanças de *ratings* seriam os analisados no presente trabalho. Se por outro lado, elas têm acesso a informações restritas que não estão disponíveis ao público, fugiria ao objetivo deste trabalho analisá-las.

⁵ Resultados ocorridos em outros países emergentes quando acontecia uma mudança na classificação de risco do Brasil.

O outro motivo que torna inviável momentaneamente a análise deste assunto no presente trabalho, é que as agências por serem instituições privadas, é natural que se questione os incentivos por trás de alterações de classificação de risco desse tipo. Porém, mudanças nos patamares dos *spreads* de uma país causado por apenas especulação, não devem ser sustentáveis ao longo do tempo, diferentemente do estudo feito aqui.

Entendido isto, o trabalho se preocupa então em analisar as variáveis internas e externas ao país e que estejam sob conhecimento público, que se mostraram significativas nas mudanças de patamares do risco Brasil no período de 1994 a 2003.

Um motivo de grande importância para o país em questão saber quais as variáveis e principalmente se variáveis externas influenciam no seu risco, é o fato de que com isto ele pode calcular até que ponto suas políticas e ações vão influenciar na variação de seu risco. Ou seja, conhecendo de maneira correta as variáveis externas sobre as quais o país não tem controle, se torna possível avaliar mais precisamente como o país pode reduzir seu *spread* melhorando seus fundamentos.

Levando-se em consideração o que a literatura acima discutida mostra como significativos ao se analisar mudanças de patamares dos prêmios de risco, observa-se que empiricamente tanto os fundamentos econômicos de um país como também o cenário externo podem influenciar na percepção do mercado sobre quão confiável é o tomador do empréstimo em relação a sua capacidade de honrar sua dívida. Assim, o próximo capítulo fará um balanço tanto do cenário externo quanto interno brasileiro de 1994 a 2003, utilizando-se para isto alguns indicadores que a literatura mostra como importantes. Dessa forma pode-se levantar que fatores tiveram maior peso e mais influenciaram as variações do risco Brasil no período de referência.

3 EVOLUÇÃO DA MACROECONOMIA DO BRASIL E O CENÁRIO EXTERNO DE 1994 A 2003

O objetivo desta seção é fazer uma análise da evolução macroeconômica brasileira no período de referência do trabalho que é de 1994 a 2004, bem como a evolução do cenário externo neste mesmo período. Nas variáveis macroeconômicas será dada ênfase aos indicadores que a literatura analisada em capítulo anterior mostra como influente nas variações de risco país. No cenário externo serão analisadas as principais crises financeiras ocorridas, considerando que as mesmas são indicadores de mudanças no ambiente internacional e que conseqüentemente estão fora do controle da política nacional. Busca-se com isso observar em que medida estes índices influenciaram o risco Brasil.

3.1 VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS

3.1.1 A POLÍTICA ECONÔMICA

O principal instrumento de política econômica no Brasil de 1994 a 1998 foi o câmbio. Com o objetivo de manter a taxa de inflação sob controle, a autoridade monetária trabalhou com uma taxa cambial relativamente alta, o que fez o Brasil ampliar substancialmente os déficits em conta corrente, levando a um aumento das obrigações externas.

A criação do Plano Real em 1994, que tinha como primeira missão resolver o problema da inflação que se arrastava desde a década de 80 no Brasil, admitia três etapas: o ajuste fiscal, a criação da Unidade Real de Valor (URV) e a reforma monetária.

Relacionado ao ajuste fiscal, a equipe econômica concluiu que uma das causas fundamentais da inflação eram os desequilíbrios nas contas do setor público. A segunda etapa do programa de estabilização, criação da URV, consistia na criação de uma unidade estável de valor, que pudesse servir com referência aos contratos da economia, de forma a criar um mecanismo de transição de uma taxa elevada de inflação para uma taxa mais baixa. A terceira etapa concluiu-se em 1º de

julho de 1994, quando a URV foi transformada em Real e passou a ser emitida pelo Banco Central.

Terminada a primeira fase do plano, que tinha como objetivo a estabilização da economia, dever-se-ia então partir para a segunda fase, de forma a consolidar a estabilização e avançar em direção ao desenvolvimento sustentado. A segunda fase seria então a das reformas, tanto do papel do estado na economia como nas relações do estado com a economia mundial. Esta fase teve parte executada, principalmente com referência às reformas no campo fiscal. No mais, não se pode dizer o mesmo, já que as concepções sobre qual papel o estado deve assumir, pode se alterar quando há uma mudança de governo, que é o caso do Brasil em 2002. Já na época de criação do Plano Real, tinha-se em mente também como seria a terceira e última fase do plano, a do desenvolvimento sustentado. BAHRY (1999), afirma que, tratando-se de planos econômicos para a estabilização e desenvolvimento, se um país está na segunda fase e quer passar para a terceira, deve produzir na população a sensação de que a estabilização é sustentada e que as decisões-chave da economia são sadias. Neste sentido, conforme FOXLEY (1996), a política de taxa de câmbio adotada é fundamental para uma passagem com sucesso da segunda para a terceira fase.

Ao se adotar uma taxa de câmbio valorizada, o país pode conter a inflação e mantê-la em níveis baixos. Como este era o principal objetivo do Brasil na época, esta foi a política cambial adotada. O Plano Real possuía uma âncora cambial, onde o governo utilizava este instrumento para manter a inflação sob controle.

Em 1º de julho de 1994, quando o Banco Central começou a emitir a nova moeda, denominada Real, a paridade foi estabelecida com um teto máximo de R\$ 1,00 / US\$ 1,00. Tal política cambial ficou conhecida como banda assimétrica, na qual havia um limite superior de R\$ 1,00 e um limite inferior indefinido.

No período imediatamente posterior à reforma monetária, a taxa cambial flutuou, e o Banco Central quase não realizou intervenções. A partir de agosto e setembro houve uma apreciação do Real que ficou numa faixa entre R\$ 0,82 / dólar e R\$ 0,86 / dólar até março de 1995. Esta apreciação acabou gerando déficits na balança comercial.

Em dezembro de 1994 vários países, entre eles o Brasil, sofreram com uma reversão dos fluxos de capitais internacionais, causada pela crise do México. Diante disso, o declínio dos saldos comercial e dos déficits elevados em conta corrente, o

Banco Central, e março de 1995, promoveu uma alteração na política cambial. Ficou definido então, conforme BACHA (1997), que de tempos em tempos definir-se-ia "...uma 'banda larga' para a taxa de câmbio e que dentro desta banda, realizaria uma política de intervenções diárias, para caracterizar uma 'mini banda' e praticar pequenas mas sucessivas desvalorizações destas 'mini bandas' durante o mês, em dia e magnitudes preanunciados...".

Com o objetivo de estancar a apreciação que o Real estava sofrendo, o Banco Central, com a instituição do regime de bandas cambiais, passou a atuar de forma a proporcionar uma desvalorização gradual do Real em relação ao dólar. Esta política se estende até o início do ano de 1999.

Desde a crise dos países asiáticos em 1997, tinha ficado claro que o Brasil tinha que mudar o rumo da sua política econômica, principalmente no que toca ao seu principal instrumento que era a política cambial, pois como verificado na tabela 4, os desequilíbrios nas contas externas tinham se agravado bastante de 1995 a 1998. A solução para isto requeria um aumento da competitividade dos produtos brasileiros, fundamentalmente associado a uma melhora da taxa de câmbio real.

Em meados de janeiro de 1999, a credibilidade brasileira atingiu níveis extremamente baixos. Os agentes econômicos estavam convencidos de que uma desvalorização era inevitável.

No início de janeiro de 1999, a perda de reservas acentuou-se. No final da experiência do câmbio controlado, a perda de reservas era da ordem de US\$ 1 bilhão / dia.

É neste contexto que o governo se obriga a fazer uma mudança na política cambial, e a taxa de câmbio passou a partir de então a flutuar. A política econômica passa a se balizar nas metas de inflação e metas fiscais. O regime de livre flutuação trouxe melhoras relativas às contas externas para o país, e é o regime que funciona até a atualidade.

Com relação à política monetária, com a implementação do Plano Real, o governo passou a praticar uma política monetária contracionista, a medida que em regime de câmbio controlado, as reservas do país têm que estar em níveis confiáveis. Para que isto seja possível, as taxas de juros devem se manter em níveis elevados para se conseguir uma maior captação de recursos no mercado.

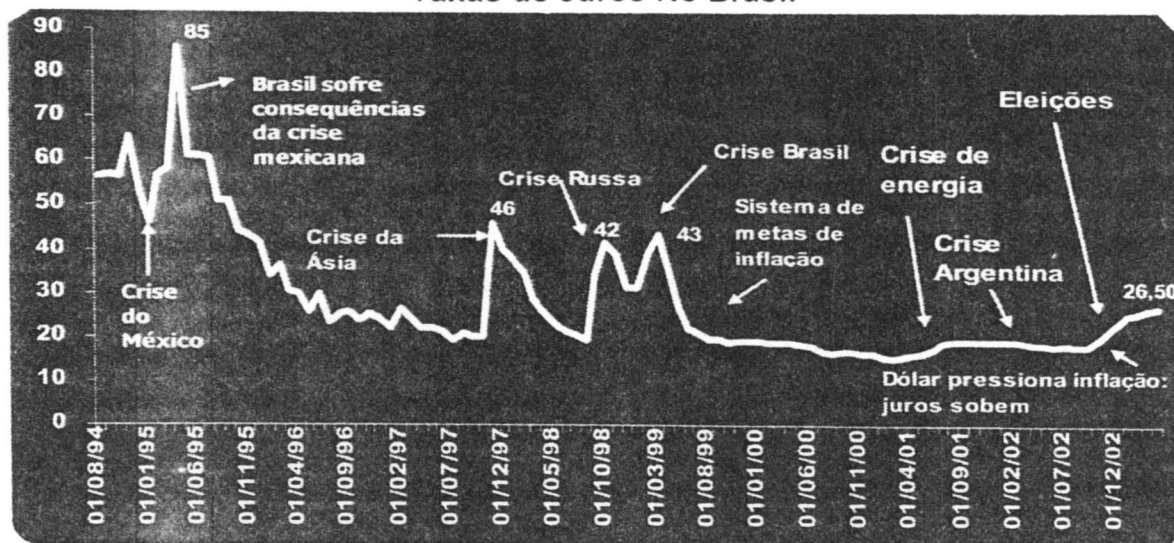
Desde a implantação do real em julho de 1994, até a crise cambial em janeiro de 1999, o Brasil adotou um apolítica cambial de Real forte. O Real valorizado era a

principal ferramenta do governo para o controle da inflação, mas para manter o Real valorizado o governo tinha um alto custo que era a necessidade de altos patamares de taxa de juros.

Quando ocorria alguma crise de confiança externa ou algum outro fator que levasse a uma saída de capital do país, o governo se via obrigado a dar um choque nos juros para manter a cotação estável.

GRAFICO 1

Taxas de Juros No Brasil



Fonte: BACEN

Quando o Brasil enfrentou em março de 1995 a primeira crise de confiança externa do Real, decorrente da Crise do México, a taxa de juro básica da economia que já estava no patamar de 57%, chegou a ser cotada a 85,47%.

Depois da crise do México, o BACEN foi obrigado a dar mais três choques nos juros, um na Crise da Ásia em 1997 (45,9%), outro na Crise da Rússia em 1998 (41,58%) e outro na desvalorização do Real em 1999 (45%).

Após a desvalorização do Real em janeiro de 1999 o governo brasileiro decidiu abandonar o regime de banda cambial e colocou em vigor um sistema de metas de inflação. O que se queria com isto era que a partir desse momento, o impacto de um choque externo seria refletido diretamente na taxa de câmbio e não mais na taxa de juros como ocorria anteriormente.

A mudança pôde ser percebida na crise de energia e na moratória Argentina quando as taxas de juros permaneceram praticamente estáveis e o dólar passou por momentos de grande volatilidade.

Depois de passar por um período, compreendido entre setembro de 1999 e outubro de 2002, onde a taxa Selic permaneceu abaixo do patamar de 20% a.a., o Brasil voltou a sofrer impacto nos juros. O risco político levou o risco país a patamares acima de 2.000 pontos, o dólar chegou a R\$ 4,00 e a inflação medida pelo IGP-M ficou acima de 5% ao mês. O cenário econômico desfavorável levou a um temor de um possível descontrole da inflação por parte do governo, e acabou acarretando em um novo choque de juros, fazendo com que a taxa básica subisse para 26,5% a.a..

3.1.2 SETOR PÚBLICO

Analisando o período pós criação do Plano Real, de 1995 a 1998, observa-se pela tabela 2 que houve um relativo equilíbrio fiscal do governo nesta época. Porém se comparado ao período imediatamente anterior, de 1991 a 1994, pode-se dizer que houve alguma piora nos resultados fiscais, pois como mostra a tabela 1, o superávit primário passa de uma média de 2,9% do PIB para um superávit bem menor de 0,2% do PIB.

Tabela 1
Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) - Conceito Operacional
(% PIB)

Composição	Média 1991 - 1994	Média 1995 - 1998	Diferença
NFSP	0,4	5,2	4,8
Déficit Pimário ^a	-2,9	0,2	3,1
Juros Reais	3,3	5,0	1,7

Fonte: Banco Central

(a) (-) = superávit

O primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso foi marcado por um aumento das necessidades de financiamento do setor público, no conceito

operacional, que passou de 0,4% do PIB no período de 1991 – 1994 para 5,2% no período de 1995 – 1998. Esse aumento decorreu não só do crescimento das despesas com juros reais – que passaram de 3,3% do PIB para 5% do PIB – mas também pelo decréscimo do superávit primário como já citado. Esta relativa deterioração foi nas contas públicas foi causada, em parte pela inflação, que em momentos anteriores eram “resolvidos” pela própria espiral inflacionária, na medida em que a inflação havia se transformado – com quase total indexação dos tributos e a inferior proteção dos gastos contra o efeito corrosivo do aumento dos preços – na grande aliada do governo no ajuste ex-post das contas públicas (BACHA, 1994). Por outro lado, houve também um aumento do gasto público neste período, explicado principalmente pelo aumento do número de aposentados, pelo salto do valor real do salário mínimo em 1995, pelo aumento do gasto com programas e atividades dos diversos órgãos do governo federal, agrupados na rubrica de “outras despesas de custeio e capital” (OCC), e a piora da situação fiscal dos estados.

A principal consequência do desequilíbrio fiscal do período foi um aumento substancial da dívida do setor público (Tabela 3).

A crise financeira internacional de 1997 e 1998 e o rompimento da âncora cambial mudaram radicalmente o papel da política fiscal no conjunto da política econômica.

No final de 1998, em meio a uma profunda crise, o Brasil assinou um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) para o período de 1999/2001, posteriormente reavaliado em 1999 após a desvalorização do real e estendido em 2001 até o final de 2002. Com isso, houve uma grande inflexão e o período de 1999 a 2003 foi marcado pela diretiva de obtenção de expressivos superávits nas contas primárias. Na média do período 1999/2002, o setor público apresentou um superávit primário médio de 3,5% do PIB, fato que como pode ser visto na Tabela 2 se prolongou para o ano de 2003 com um superávit de 4,2% do PIB.

O superávit primário no período de 1999 a 2003 pode ser explicado em primeiro lugar com relação ao lado da receita. Os aumentos nas mesmas vieram dos impostos de rotatividade (circulação e movimentação, como ICMS e CPMF).

O segundo elemento para a consolidação da política fiscal baseada em superávits que marca o segundo mandato do governo FHC e o primeiro ano do governo Lula pode ser verificado no campo dos gastos. A desvinculação de receitas da União permitiu à administração fiscal esterelizar recursos que, segundo o texto

constitucional permanente, teriam destinação específica de gasto. O objetivo de contenção foi prioritário, implicando permanência da desvinculação da receita, continuidade da política de reajustes apenas seletivos para o funcionalismo e abandono de áreas antes prioritárias como os transportes.

Tabela 2
Déficit do Setor Público (% PIB)¹

Composição	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Nominal ²	27,0	7,3	5,9	6,1	7,9	10,0	4,5	5,2	10,5	4,1
Governo Federal e Bacen ³	10,2	2,4	2,6	2,6	5,4	6,9	3,1	3,7	6,6	2,0
Governos Estaduais ⁵	12,1	3,6	2,7	3,0	1,8	2,7	1,8	1,9	3,3	2,2
Governos Municipais	nd	nd	nd	nd	0,2	0,5	0,3	0,1	0,6	0,4
<u>Empresas Estatais</u>	<u>4,7</u>	<u>1,3</u>	<u>0,6</u>	<u>0,5</u>	<u>0,5</u>	<u>-0,1</u>	<u>-0,7</u>	<u>-0,6</u>	<u>0,0</u>	<u>-0,5</u>
Juros Nominais ²	32,2	7,5	5,8	5,2	7,9	13,2	7,9	8,8	14,4	8,3
Governo Federal e Bacen ³	13,4	2,9	2,9	2,4	6,0	9,2	5,0	5,5	9,0	4,7
Governos Estaduais ⁵	12,8	3,4	2,2	2,3	1,4	2,9	2,2	2,5	4,0	2,9
Governos Municipais	nd	nd	nd	nd	0,4	0,5	0,4	0,4	0,7	0,6
<u>Empresas Estatais</u>	<u>5,9</u>	<u>1,3</u>	<u>0,7</u>	<u>0,5</u>	<u>0,2</u>	<u>0,6</u>	<u>0,3</u>	<u>0,4</u>	<u>0,8</u>	<u>0,2</u>
Primário ⁴	-5,2	-0,3	0,1	1,0	0,0	-3,2	-3,5	-3,6	-4,0	-4,2
Governo Federal e Bacen ³	-3,3	-0,5	-0,4	0,3	-0,6	-2,4	-1,9	-1,8	-2,4	-2,7
Governos Estaduais ⁵	-3,1	0,2	0,5	0,7	0,4	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7
Governos Municipais	nd	nd	nd	nd	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1
<u>Empresas Estatais</u>	<u>-1,2</u>	<u>0,1</u>	<u>-0,1</u>	<u>-0,1</u>	<u>0,4</u>	<u>-0,7</u>	<u>-1,1</u>	<u>-0,9</u>	<u>-0,7</u>	<u>-0,7</u>

Fonte: Bacen

1 - Calculado a partir da variação da dívida do setor público ("abaixo da linha"). Valores negativos significam superávit.

2 - Inclui a desvalorização cambial (em valores correntes).

3 - Inclui o INSS.

4 - Não inclui a desvalorização cambial.

5 - Para os anos de 1994 até 1997, a dívida dos governos estaduais inclui a dívida dos municípios.

nd - não disponível

O terceiro elemento na construção do superávit fiscal tem enorme relação com o novo padrão de comportamento das finanças estaduais e municipais. Contribuíram para isto: a) a renegociação das dívidas dos estados que, para trocarem seu títulos negociados em mercado por crédito junto ao setor público, comprometeram-se com a geração de superávits primários para pagamentos de juros limitados a 13% de suas receitas correntes líquidas; b) restrição de crédito ao setor de saneamento, atingindo empresas estaduais e municipais; c) privatização da grande maioria dos bancos estaduais, impedindo o financiamento aos estados; d) privatização de diversas empresas estaduais.

A tudo isto ainda pode-se incorporar uma mudança cultural nas administrações públicas federal, estadual e municipal, conseguida com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal. Foi no período de 1999 a 2002 que se adquiriu uma consciência coletiva de restrição orçamentária.

Em 2003, a política econômica do novo governo deixou clara que a meta seria a redução da relação dívida/PIB. Para isto a primeira grande medida de política econômica em matéria fiscal foi a elevação da meta de superávit de 3,75% para 4,25% do PIB, para o exercício de 2003, mostrando assim um aprofundamento da política anterior.

Em relação à evolução da dívida pública do Brasil no período de 1994 a 2003, pode-se perceber que houve um drástico aumento, conforme mostrado na Tabela 3.

Como já foi dito anteriormente, a política fiscal do primeiro governo FHC se preocupou apenas em manter um equilíbrio nas contas primárias do governo, isto quer dizer que não se levava em consideração principalmente o pagamento de juros, e sendo assim, a dívida/PIB apresentava-se sempre em crescimento, em um ritmo menor de 1994 a 1998, e em um ritmo mais acelerado de 1999 a 2003.

Tabela 3
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) ¹

Composição	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Divida Total Líquida	30,0	30,6	33,3	34,4	41,7	48,7	48,8	52,6	56,5	58,7
Governo Federal e Bacen	12,9	13,3	15,9	18,7	25,0	29,8	30,6	32,8	35,3	37,2
Governos Estaduais ²	10,1	10,6	11,5	12,9	12,2	13,9	14,0	16,2	16,2	17,9
Governos Municipais	nd	nd	nd	nd	1,9	2,2	2,1	2,1	2,2	2,5
Empresas Estatais	7,1	6,7	5,9	2,8	2,6	2,8	2,2	1,6	1,7	1,1
Divida Interna Líquida	21,3	25,0	29,4	30,1	35,5	38,4	39,2	42,2	41,2	46,7
Governo Federal e Bacen	6,5	9,8	14,3	16,7	20,8	22,0	23,2	24,5	22,9	26,9
Governos Estaduais ²	9,7	10,3	11,2	12,4	11,6	13,1	13,1	15,3	15,1	16,8
Governos Municipais	nd	nd	nd	nd	1,9	2,1	2,0	1,9	2,0	2,3
Empresas Estatais	5,1	4,9	3,9	0,9	1,2	1,3	0,9	0,4	1,2	0,7
Divida Externa Líquida	8,7	5,6	3,9	4,3	6,2	10,3	9,6	10,4	14,3	12,0
Governo Federal e Bacen ³	6,4	3,5	1,6	2,0	4,2	7,8	7,4	8,2	12,5	10,3
Governos Estaduais ²	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9	1,2	1,1
Governos Municipais	nd	nd	nd	nd	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Empresas Estatais	2,0	1,8	2,0	1,9	1,3	1,5	1,3	1,2	0,5	0,5

Fonte: Bacen

¹ - Os dados são de final de ano. Utiliza-se o PIB valorizado pelo IGP-DI centrado no mês

² - Para os anos de 1994 até 1997, a dívida dos governos estaduais inclui a dívida dos municípios.

³ - Descontadas as reservas internacionais

nd - não disponível

Com a implantação do Plano Real, num primeiro momento adotou-se o regime de flutuação cambial livre. Entre junho de 1994 e fevereiro de 1995, o real teve uma valorização de 30% em relação ao dólar. O governo logo abandonou a livre flutuação da taxa de câmbio e adotou um sistema de banda cambial. O efeito colateral dessa política foi a definição relativamente alta para as taxas de juros nominais, a princípio por temer-se uma maxidesvalorização sem anúncio prévio, e

depois para atrair capital externo de curto prazo para fechar o balanço de pagamentos, já que o Real estava relativamente valorizado em relação ao dólar, o que prejudicava as exportações.

A deterioração das finanças públicas ao longo do primeiro governo FHC tem um caráter eminentemente financeiro. Está intimamente vinculada ao aumento da dívida pública, que por sua vez vincula-se à política de juros altos, necessária, como já foi dito, para atrair capitais externos para fechar o balanço de pagamentos.

A partir do final de 1997, as sucessivas elevações das taxas de juros em resposta às crises financeiras internacionais só fizeram agravar esse quadro. A melhora dos resultados primários após 1999, não foram suficiente, como mostra a Tabela 3, para compensar os efeitos da expansão das despesas com juros no estoque da dívida. De fato, a dívida líquida do setor público consolidado aumentou substancialmente, de 30% do PIB em 1994 para mais de 58% do PIB em 2003.

3.1.3 AS CONTAS EXTERNAS

O Plano Real, implantado em 1994, logrou, através de um mecanismo de neutralização na inércia, controlar a inflação que impedia o desenvolvimento do país desde 1980. A autoridade monetária ao deixar a taxa de câmbio em patamar relativamente baixo em relação ao dólar, causou problemas na balança comercial.

A valorização do real, combinada com o salto na demanda agregada, fruto de um aumento nos gastos públicos, do crescimento de investimentos privados e do aquecimento do consumo, provocou uma drástica inversão na balança comercial, que passou de um superávit de US\$ 10 bilhões em 1994 para um déficit já em 1995 de US\$ 3 bilhões, como mostra a Tabela 3. O resultado foi um déficit perigosamente alto nas contas correntes de aproximadamente 4% do PIB em 1997.

O fato de o Brasil apresentar déficits em conta corrente e conseqüentemente de financiar estes déficits com fluxos de capital de curto prazo acentuaram a dependência do financiamento externo, e conseqüentemente, tornaram o país mais vulnerável a choques externos.

As crises do México em 1995, Coréia do Sul em 1997 e na Rússia em 1998, culminaram na crise do Brasil em 1999, com a conseqüente mudança no regime cambial, que a partir o passou a operar com câmbio flutuante.

Tabela 4
Balança de Transações Correntes - US\$ Bilhões

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
1 - Balança Comercial	10.467	-3.466	-5.599	-6.753	-6.575	-1.199	-698	2.651	13.121	24.801
Exportações	43.545	46.506	47.747	52.994	51.140	48.012	55.086	58.223	60.362	73.084
Importações	33.079	49.972	53.346	59.747	57.714	49.210	55.783	55.572	47.241	48.283
2 - Balança de Serviços	-14.692	-18.541	-20.350	-25.522	-28.299	-25.825	-25.048	-27.503	-23.148	-23.652
2.1 Juros	-6.337	-7.946	-8.778	-9.483	-11.437	-14.876	-14.649	-14.877	-13.131	-13.020
2.2 Lucros	-2.566	-2.951	-2.831	-5.443	-6.855	-4.115	-3.316	-4.961	-5.162	-5.640
2.3 Salário e Ordenado	-131	-160	-60	50	103	142	79	95	102	109
2.4 Transportes	-2.441	-3.011	-2.717	-3.162	-3.261	-3.071	-2.896	-2.966	-1.959	-1.759
2.5 Viagens Internacionais	-1.181	-2.420	-3.599	-4.377	-4.146	-1.457	-2.084	-1.468	-398	218
2.6 Seguros	-132	-122	-63	74	81	-128	-4	-275	-420	-436
2.7 Governo	-327	-339	-303	-350	-385	-498	-550	-652	-252	-151
2.8 Outros Serviços	-7.914	-9.538	-10.778	-12.314	-13.836	-16.699	-16.277	-17.275	-15.060	-15.992
3 - Transferências Unilaterais	2.414	3.622	2.447	1.823	1.458	1.689	1.521	1.638	2.390	2.867
Transações Corrente	-1.811	-18.384	-23.502	-30.452	-33.416	-25.335	-24.224	-23.215	-7.637	4.016

Fonte: Bacen

Com um taxa de câmbio mais competitiva para os produtos nacionais, que melhorou as exportações e desestimulou as importações, já a partir de 1999 o Brasil apresenta melhora relativa na balança comercial, passando de um déficit de US\$ 6 bilhões em 1998 para um déficit de US\$ 1 bilhão em 1999. Essa melhora se prolongou até 2003, ano em que a balança comercial apresentou superávit extraordinário de mais de US\$ 24 bilhões.

Com relação às reservas internacionais o Brasil apresenta um saldo relativamente instável ao longo do período de 1994 a 2003, principalmente com uma diminuição deste saldo em momentos de crises internacionais. A partir de 2001, quando o país começa a apresentar superávits comerciais, as reservas começam a se recompor, apesar de ainda não ter chegado a níveis do início do Plano Real.

Tabela 5
Evolução das Reservas Internacionais ¹

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Reservas	37.389	50.073	58.730	49.507	41.865	35.279	32.433	35.563	37.448	48.851

Fonte: IPEADATA

1 - Liquidez internacional, exeto ouro.

3.2 AS CRISES

Como discutido em capítulo anterior, para se entender as variáveis influentes na variação do risco país, que é o objetivo deste trabalho, deve-se observar não só o comportamento dos fundamentos macroeconômicos do país em questão, mas também deve-se olhar para o cenário externo. O objetivo desta seção é então, analisar as crises internacionais que ocorreram no período de 1994 a 2003, para que se possa analisar se entre estas e as variações no risco Brasil existe alguma correlação.

3.2.1 A CRISE DO MÉXICO

Em novembro de 1994 pode-se dizer que teve início a crise do México, o que criou várias dificuldades para todos os países emergentes. Conforme KANITZ (1999),

O México, que havia adotado um plano mais ou menos semelhante ao que o Brasil viria a adotar, começou a afundar em novembro de 1994, o que resultou em uma brutal desvalorização de 88% no peso mexicano. Mas continuando com o México: em 1995, em consequência da desvalorização, o País teve a pior recessão de sua História, uma queda de 6% do PIB, a bolsa de valores despencou para 1.500 pontos, o desemprego subiu para 6,2% oficiais (informalmente uns 9%). Os juros subiram para 48%[...].

Apesar de a crise ter instaurado-se efetivamente em 1994, a algum tempo atrás a economia mexicana já vinha apresentando sinais de enfraquecimento. O fato de que o peso se mostrava sobrevalorizado pode ser notado pelas importações do país, que passaram de US\$ 19 bilhões em 1988 para US\$ 55 bilhões em 1994, enquanto as exportações passaram de US\$ 20 bilhões para US\$ 32 bilhões no mesmo período.

Conforme BEVILAQUA (2000), durante os anos que antecederam a crise de dezembro de 1994, o México passou por uma fase de acentuado ajustamento que permitiu atrair um volume crescente de capitais externos, de grande importância para o financiamento do seu déficit em transações correntes.

A partir de 1993 o cenário externo começou a se modificar: o aquecimento da demanda doméstica em muitas das economias industrializadas e a deterioração

concomitante do clima político mexicano durante as eleições presidenciais terminaram por induzir à fuga de capitais do país, que culminou com a desvalorização da moeda nacional em dezembro de 1994, aumentando significativamente o grau de precaução adotado pelos investidores internacionais.

Contribuiu ainda para a crescente fuga de capital na época, o fato de que durante o ano de 1994, o *Federal Reserve Bank*⁶ dos Estados Unidos elevou a taxa de juros por seis vezes.

A elevação da taxa de juros trouxe dois problemas para o México: primeiro, aumento do déficit do Balanço de Pagamento. Isso porque cresceu o ônus dos juros incidentes sobre a dívida externa do México. Segundo, houve como já dito, uma fuga de capitais, na sua maioria de *hot money*⁷, que antes tinham entrado no México porque o rendimento nos EUA era baixo.

Todos os fatos anteriormente citados abalaram a confiança dos investidores estrangeiros, porque começaram a sentir um clima de insegurança. Além do mais, o país precisava saldar, em 1995, compromissos externos no valor de US\$ 43 bilhões, sendo US\$ 28 bilhões em Tesebonus e US\$ 15 bilhões de juros de dívida externa.

Só no primeiro trimestre de 1995, o México deveria dispor de US\$ 10,3 bilhões para resgatar Tesebonus, quantia muito elevada em relação a suas reservas.

Diante desta situação, em 20/12/94, o ministro das finanças tomou as seguintes providências:

- desvalorizou o peso em 15%;
- congelou os preços por 60 dias;
- restringiu os aumentos salariais também por 60 dias.

Os preços não respeitaram o congelamento e subiram. Foi liberada a cotação do peso em relação ao dólar, o que o fez cair vertiginosamente

A crise afetou dramaticamente o valor das reservas cambiais mexicanas. No final de 1993 eram de US\$ 24,54 bilhões e no final de janeiro de 1995, eram apenas de US\$ 3,843 bilhões.

⁶ Banco Central do EUA

⁷ Dinheiro que entra no país com a intenção de auferir lucros especulativos.

Temendo que a crise se alastrasse por todo o mundo, com resultados catastróficos o governo americano, em 31 de janeiro de 1995, anunciou uma linha de crédito de US\$ 47.750 bilhões, sendo que US\$ 20 bilhões saíram do Fundo de Estabilização Cambial do Tesouro Americano, recursos esses, que o presidente pode utilizar sem autorização prévia do Congresso (SILVA, 2001).

A situação econômica do México só voltaria a normalidade em meados de 1997.

3.2.2 A CRISE ASIÁTICA

Ao analisar-se a crise asiática, ocorrida entre 1997 e 1998, constata-se que a fragilidade do sistema financeiro foi um dos fatores explicativos mais importantes da crise. Segundo SHIN e HAHM (1998), as crises que ocorrem em todos os países são a combinação de uma crise monetária e uma crise financeira.

Para estimular o crescimento econômico, o governo japonês reduziu a taxa de juros: em 1991 a taxa de redesconto era de 6% a.a.; em 1993 foi para 2%; e em 1997 para 0,5% a.a..

De acordo com GONÇALVES (1998), ocorre que, devido ao elevado nível de poupança do país, os bancos japoneses cresceram muito. No final da década de 80, dos dez maiores bancos do mundo, nove eram japoneses. Como dispunham de grandes depósitos, precisavam aplicá-los em empréstimos. Como as taxas internas eram muito baixa, passaram a aplicar no exterior, principalmente nos países conhecidos como "Tigres Asiáticos" (Coréia do Sul, Hong Kong, Tailândia, Malásia, Indonésia, Filipinas, Taiwan e Cingapura).

Para obter maior rentabilidade, os empréstimos eram feitos em dólares americanos, e era comum os tomadores oferecerem imóveis como garantia. Com a desvalorização do dólar em relação ao iene, o mercado imobiliário passou por forte crise, deixando os devedores em dificuldades, e os bancos japoneses em situação muito difícil, levando também as corretoras à falência.

A Tailândia foi o primeiro de uma seqüência de países asiáticos a entrar em crise no ano de 1997.

A Tailândia era um país aparentemente muito próspero. Na década de 90, a taxa de crescimento econômico era de 8 a 10% ao ano, o que praticamente acabou

com a pobreza absoluta do país. Por ser sua moeda nacional vinculada ao dólar, no momento em que, em 1995 o dólar começou a se valorizar, suas exportações ficaram menos competitivas (GONÇALVES, 1998).

Diante da situação, o governo não quis desvalorizar sua moeda, porque temia o aumento da inflação e poderia provocar dificuldades para suas empresas, pois suas dívidas em moedas estrangeiras, aumentariam sua inadimplência.

Durante nove meses que precederam o colapso, o governo tailândes usou cerca de US\$ 10 bilhões de suas reservas para estabilizar a cotação do *bath* (moeda tailandesa). A partir daí, começaram a sair os investidores estrangeiros, principalmente os de *hot money*.

O que aconteceu na Indonésia, outro país a entrar em crise no ano de 1997, foi muito parecido com o acontecido na Tailândia. Apresentava um crescimento econômico muito grande até 1996: a *rúpia* (moeda nacional) caiu 58% de janeiro de 1997 a outubro de 1997, prejudicando as empresas endividadas em dólares; houve uma alta dos juros, transtornando a economia das empresas endividadas em moeda nacional, e o sistema financeiro ao enfrentar estas dificuldades, teve dezesseis bancos fechados pelo governo considerados vulneráveis (GONÇALVES, 1998).

A crise na Indonésia tomou proporções maiores devido ao regime político do país. O governo era acusado de corrupção e as recomendações do FMI não eram cumpridas. Por essas razões, o FMI não estava prestando o auxílio financeiro necessário.

Com a renúncia do então presidente do país em maio de 1998, os acordos foram facilitados entre o país e o FMI.

Com relação a situação econômica de Hong Kong, pode-se dizer que era estável. Possuía reservas cambiais no montante de US\$ 88 bilhões e suas exportações eram muito elevadas.

Com a queda de sua Bolsa, em 23 de outubro de 1997, caindo em 10,41%, todas as principais bolsas do mundo também caíram. O motivo dessa queda foi a elevada venda de ações e títulos na Bolsa dessa cidade. Os investidores receberam moeda nacional (dólar de Hong Kong) e a trocaram por dólar americano; essa troca também desestabilizou a moeda de Hong Kong (GONÇALVES, 1998).

Para assegurar o capital externo, o governo local acertadamente elevou as taxas de juros, o que foi providencial para cessar a crise aguda que se apresentava.

As causas apontadas anteriormente para a crise dos outros países asiáticos são as mesmas para a Coreia do Sul. Ocorreu que a competitividade coreana diminuiu devido ao crescimento dos custos trabalhistas. Em junho de 1997, das 30 maiores corporações, 23 fecharam o semestre com prejuízo e seis entraram com pedido de falência. Em dezembro de 97, o governo decidiu liquidar nove bancos que apresentavam problemas graves.

Recorreram ao FMI que emprestou US\$ 57 bilhões. Mas, este socorro foi mal recebido pela oposição, porque condicionava o crescimento econômico para 1998 em, no máximo, 3% (SILVA, 2001).

3.2.3 A CRISE DA RÚSSIA

O cenário econômico da Rússia pré-crise já dava sinais de que sua situação vinha se agravando em decorrência de problemas relacionados primeiramente à queda nos preços do petróleo, que já ocorria desde 1996, época em que o barril custava US\$ 23,89, caindo para US\$ 16,41 no final de 1997. Nos oito primeiros meses do ano de 1998, o preço caiu aproximadamente 30%. Como o produto de maior pauta nas exportações russas é o petróleo, conclui-se que os valores destas exportações encontravam-se declinantes a medida que caía também o preço do produto. Alinha-se a esta situação, o desemprego crescente que existia.

Porém, em última instância, como afirma BEVILAQUA (2000), a crise financeira na Rússia pode ser atribuída aos grandes déficits fiscais incorridos pelo governo daquele país. Isto porque as finanças nacionais, que se encontravam em situação deficitária, fizeram fortalecer a percepção dos detentores da dívida pública russa que com o regime fiscal vigente não se poderia honrar o passivo que se acumulava. Essa situação, acelerava a crise de confiança dos investidores. Conseqüentemente, o país não podia pagar o que devia e não tinha meios de obter novos créditos internacionais. O governo russo já devia, em dezembro de 1997, US\$ 72,2 bilhões aos banqueiros internacionais; desse total, US\$ 30 bilhões eram devidos aos bancos alemães e US\$ 7 bilhões a bancos americanos (SILVA, 2001).

Diante deste quadro, o governo russo em 17/08/1998, tomou as seguintes providências

- decretou moratória de 90 dias. Empresas e bancos russos deixariam de pagar compromissos externos pelos próximos 90 dias;
- ampliou a faixa de flutuação cambial, o que significou elevada desvalorização do rublo;
- reescalou os débitos de curto prazo.

Em setembro de 1998, contrariamente ao que acontecera com o México e com a Ásia, o mercado russo fechou-se por completo, e por bastante tempo, para os países emergentes, principalmente para os que apresentavam problemas crônicos, visto através de seu histórico negativo.

3.2.4 A CRISE DO BRASIL

Quando a Tailândia, em 1997, deu início à seqüência de crises que marcaram a Ásia naquela ano, as autoridades do Brasil se empenharam em diferenciar o caso brasileiro daquele dos países asiáticos que, um após o outro, começavam a apresentar os mesmo sintomas de crise que a Tailândia já havia experimentado. Segundo GIAMBIAGI(2000), os principais argumentos em defesa da natureza distinta do caso brasileiro podem assim ser apresentados de forma resumida: o déficit em conta corrente da Tailândia, da ordem de 8% do PIB era mais que o dobro da do Brasil; ao contrário do que acontecia nos países asiáticos, o Brasil iniciava um processo de desvalorização real gradual da taxa de câmbio; no período de 1997/1999, o Brasil contava com a perspectiva de receber uma quantia expressiva de recursos externos oriundos da privatização de empresas estatais; Mesmo sem considerar as privatizações, os investimentos diretos estavam aumentando no Brasil; O Brasil possuía uma perspectiva de continuidade da política econômica, sem intenções de mudanças imediatas das autoridades, com o presidente da República favorito às eleições de 1998; os indicadores de expansão de crédito no Brasil eram substancialmente diferentes dos exibidos pela Ásia, com um montante total de empréstimos concedidos pelos sistemas financeiros público e privado de apenas 30% do PIB, em contraste com os países do Leste Asiático.

Apesar disto, estava claro também que o Brasil apresentava alguns desequilíbrios que fragilizavam a economia. Eram eles as contas públicas, que

apesar de apresentar um resultado primário relativamente equilibrado, ao se levar em consideração o pagamento de juros e conseqüentemente o montante da dívida como um todo, percebia-se que em relação ao PIB a mesma estava aumentando. O país apresentava substancial deterioração nas contas externas, principalmente por ter adotado desde 1994 uma moeda bastante valorizada em relação ao dólar.

O governo tinha consciência na época que ajustes eram necessários, mas como em época de eleições, como as que ocorriam em 1998, tratamento de choque dificilmente é opção viável. o caminho escolhido pelo Brasil foi o gradualismo.

Os acontecimentos na primeira parte do ano de 1998, como também os argumentos já citados acima pela equipe econômica indicavam que o caminho estava correto. Porém, em agosto de 1998, a Rússia aplicou um *default* em sua dívida.

Ao se analisar o cenário em que se insere a crise brasileira, é necessário então observar o que acontece na economia do país desde 1997, quando acontece a crise dos países do Leste Asiático. Assim, observa-se três momentos distintos em relação a confiança do mercado na economia brasileira, bem como a cronologia dos fatos que podem ser considerados como a crise do Brasil.

Num primeiro momento, segundo GREMAUD, (2002), acontece o primeiro choque brasileiro, em outubro de 1997. Os efeitos da crise asiática refletiram-se na Bolsa de Valores e na fuga de capitais. Tomando-se por base o índice Bovespa, da Bolsa de Valores de São Paulo, tem-se:

21/10/97	-	13.015 pontos	100%
24/10/97	-	11.515 pontos	
27/10/97	-	9.816 pontos	
30/10/97	-	8.854 pontos	
04/11/97	-	10.254 pontos	
07/11/97	-	8.832 pontos	
12/11/97	-	7.822 pontos	60.09%

A fuga de capitais provocou queda sensível das reservas brasileiras, que em agosto de 1997 apresentavam um montante de US\$ 61.802 bilhões e chegam em novembro de 1997 a US\$ 50.685 bilhões.

Diante destes fatos, o governo brasileiro tomou algumas providências para tentar conter as relativas pioras no cenário econômico. A primeira é a elevação das taxas de juros internos – em outubro de 1997, a TBAN (Taxa de Assistência do Banco Central) era de 24,50% a.a.; em novembro de 1997, foi para 46,44% a.a. Em seguida, submeteu ao Congresso um Pacote Fiscal em que propunha a redução de gastos governamentais e o aumento de impostos (GREMAUD, 2002).

Com essas medidas pode-se observar melhoras nos acontecimentos econômicos. As Bolsas se recuperaram. O índice Bovespa, em abril/98, era de 12.108, bem superior ao de 12/11/97, de 7.822; As reservas voltam a crescer, pois em abril de 1988 totalizavam US\$ 74.656 milhões, bem superiores às de novembro de 97, de US\$ 50.685 milhões; A taxa de juros (TBAN) foi caindo de 46,44% a.a. (novembro de 1997) para 25,75% a.a. (agosto de 1998); O Brasil ganha a confiança do mercado internacional, e como prova disso, o BNDES, em 06/06/98, faz uma captação de US\$ 1 bilhão em eurobônus de 10 anos (GREMAUD, 2002).

Aparentemente, todas as dificuldades estavam superadas.

Relacionado ao segundo choque brasileiro, que aconteceu em 1998, pode-se dizer que foi consequência principalmente da crise financeira que se instalou na Rússia em agosto de 1998. Esse fato criou um clima de insegurança para os países emergentes, particularmente para o Brasil. Juntamente com isso, pode-se citar o fato de que o Pacote Fiscal, proposto em fins de 1997, não foi cumprido convenientemente. E complementarmente a estes fatos, continuavam os problemas do Balanço de Pagamentos, isto é, o déficit nas transações correntes (GREMAUD, 2002)

Em face do citado, houve as seguintes consequências: nova corrida nas Bolsas de Valores e fuga de capitais. O índice Bovespa, em 10/09/98, era de 4.760 pontos; em 04/07/97, era de 13.493. No dia 10/09/98, a perda anual da Bolsa de São Paulo era de 53,32%; saída maciça de divisas; as reservas caíram de US\$ 74 bilhões (em abril/98) para US\$ 49 bilhões (em setembro de 98).

Novamente, o governo brasileiro se obrigou a tomar novas medidas para acalmar o mercado. Para incentivar a entrada de capital estrangeiro, reduziu o prazo para captação de divisas e permitiu que os recursos captados pela “63 caipira” (repasso de recursos captados no exterior pelos bancos para a agricultura) pudessem ser aplicados em títulos cambiais. Anteriormente havia a obrigação de que pelo menos metade fosse aplicado no setor agrícola; permitiu ainda a entrada

antecipada de recursos das privatizações, autorizando sua aplicação em renda fixa. As taxas de juros, que vinham caindo, foram elevadas novamente. A TBAN (Taxa de Assistência do Banco Central) passou de 19% a.a. para 29,75%. Como essa alta não resolveu os problemas, em 10/09/98 a TBAN foi fixada em 49,75%. Submeteu ao Congresso Nacional novo Pacote Fiscal, que estabelecia a redução de despesas e aumento de impostos. Graças a entendimentos mantidos com o FMI, o Brasil obteve um empréstimo de US\$ 41,5 bilhões, sendo que US\$ 18,0 bilhões do FMI, 4,5 bilhões do BID, 4,5 bilhões do Bird, e 14,5 bilhões dos principais países industrializados, coordenados pelo BIS.

A situação parecia estar se normalizando, quando em 07/01/99, o governador de Minas Gerais, Itamar Franco, decretou moratória de parte da dívida desse estado. Esse fato teve repercussão internacional muito negativa, e pode-se dizer que foi o marco primeiro do terceiro choque da economia brasileira. Nesta mesma época, a agência Moody's rebaixou a classificação do Brasil. Isto deixou os investidores internacionais mais apreensivos em relação a investimentos no Brasil.

Ocorre que devido à defasagem cambial, o item Transações Correntes do Balanço de Pagamentos vinha tendo saldos negativos crescentes desde 1993.

Para solucionar esse problema (déficit das Transações Correntes), era necessário alterar o regime cambial vigente. Pelo fato de Gustavo Franco, presidente do Banco Central não concordar com essa alteração, em 13/11/99 ele foi substituído por Francisco Lopes

Francisco Lopes adotou o sistema de bandas largas, isto é, ampliou a faixa relativa ao valor entre a compra e venda das divisas. Imediatamente, a cotação do dólar foi de R\$1,20 para R\$1,32, o que significou uma desvalorização muito grande. O efeito imediato foi a queda das Bolsas e saídas maciças de dólares para o exterior (GREMAUD et al., 2002).

Devido as repercussões negativas do mercado, em 15/01/99 o Banco Central abandonou a política de bandas largas e deixou o dólar flutuar. A partir de abril de 99, ocorre sensível melhora na economia brasileira, levando os analistas a concluírem que a crise tinha acabado.

3.2.5 A CRISE ARGENTINA

A crise Argentina foi causada basicamente por dois fatores:

1. por não ter feito as reformas necessárias em suas instituições, principalmente na previdência, abrindo assim, um déficit no caixa do governo.
2. a dolarização da economia.

Durante os últimos anos, a política Argentina deu vários sinais de não estar disposta a aceitar o ajuste fiscal exigido. E os mercados internacionais reagiram diante destes fatos e da estagnação temporária com grande impaciência; os fluxos de capital se tornaram negativos, exigindo novos ajustes domésticos, e a taxa de juros subiu para um nível que torna a dívida impagável.

Por trás da crise Argentina estava o descontrole dos gastos, a explosão da dívida pública e a paridade cambial. O país passava por uma recessão há quase quatro anos e os consecutivos planos econômicos (ao todo onze) desde o governo De La Rúa não conseguiram estimular o crescimento. Também sofria um sério problema de falta de competitividade no mercado. Isso porque seus preços eram atrelados ao dólar. Essa paridade fazia com que as exportações Argentinas fossem muito prejudicadas, fazendo com que o país perdesse competitividade no mercado internacional.

O aumento da dívida e a incapacidade de conseguir organizar as finanças públicas fez com que o país deixasse de contar com a confiança dos investidores internacionais. Atualmente a Argentina tem dificuldades para conseguir dólares, necessários para cumprir seus compromissos.

A Argentina, foi o maior calote da história, somando ao todo US\$ 240 bilhões de dólares. Somadas as dívidas externa, interna e provinciais, evidenciou também os limites da intervenção econômica do imperialismo, pois o capital financeiro internacional declarou-se insolvente para impedi-la depois de um pacote de quase 40 bilhões de dólares em início de 2001.

A crise argentina, teve sua origem imediata na crise asiática de 1997, na russa de 1998, na crise parcial norte-americana (quebra da LTCM) e na brasileira de inícios de 1999, que provocaram um gigantesco refluxo de capitais dos "mercados

emergentes”, deixando sem financiamento o pagamento da dívida externa da Argentina (VASCONCELOS, 2002).

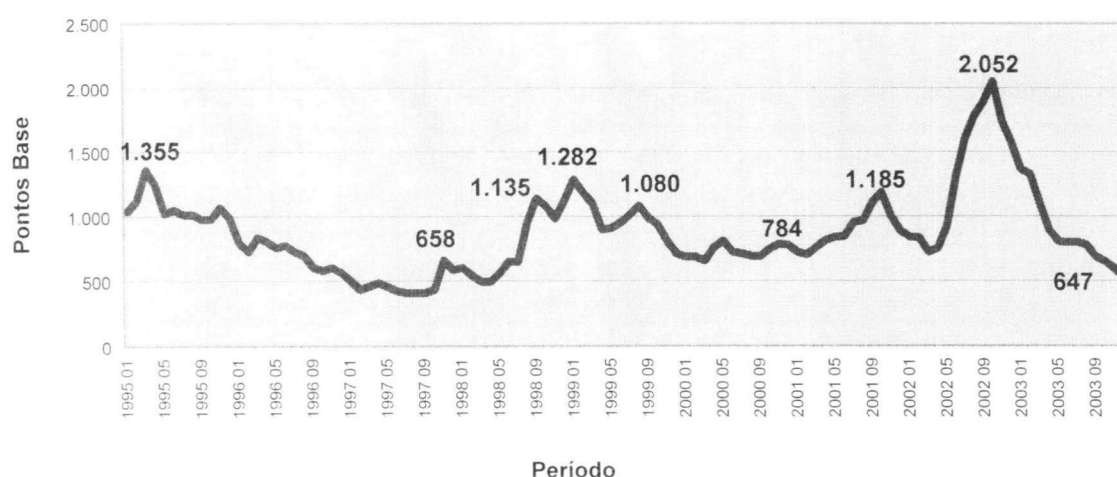
3.3 A EVOLUÇÃO DO RISCO BRASIL

O índice utilizado neste trabalho para a medição do risco Brasil será primordialmente o spread do C-Bond. Porém, várias agências de *ratings* fazem uma avaliação da risco Brasil que levam em consideração outros fatores além de um título soberano. Assim, em alguns momentos eles serão utilizados.

Aqui serão apresentados apenas os dados de como aconteceu a evolução do risco no período estudado, já que as devidas análises e comparações são objetivo do próximo capítulo.

O gráfico abaixo mostra a evolução do risco Brasil, medido pelo C-Bond, no período de 1995 a 2003.

GRÁFICO 2
RISCO BRASIL (SPREAD C-BOND) 1995 Á 2003



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. *Dados Macroeconômicos*.

Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>

Antes de fazer a análise propriamente dita do risco Brasil e compará-lo com os fatores internos e externos já analisados, cabe aqui uma pequena explicação da metodologia usada pelas agências de *ratings* para a medição de risco soberano.

Spread do C-Bond: Atualmente o C-Bond é o título mais freqüentemente utilizado para se medir o risco Brasil. Porém, na década passada, um título bastante utilizado para este fim era o IDU (*Interest Due and Unpointed Bonds*), que eram títulos soberanos emitidos em 20 de novembro de 1992 (US\$ 7,100 milhões) e com vencimento ocorrido em 1 de janeiro de 2001, sob os termos do acordo de refinanciamento Brady. Já os C-Bonds (Brazil Capitalization Bond (C)), também são títulos soberanos e foram emitidos em 15 de abril de 1994 (US\$ 7,387 milhões) e tem maturidade mais longa, vencendo em 15 de abril de 2014. Devido ao vencimento do IDU, o C-Bond tornou-se o título mais líquido de todos os Brady Bonds, constituindo-se no principal título da dívida externa brasileira.

Neste sentido, a forma de medir o risco Brasil através de títulos públicos emitidos e negociados no exterior seria retirando-se do rendimento no mercado secundário (*secondary market yield*) desses títulos, o rendimento de um título considerado de risco zero, como um bônus do tesouro norte-americano, de mesma maturidade. O spread, isto é, a diferença entre as taxas pagas pelo Brasil e os EUA, reflete (até certo ponto) o risco de crédito do Brasil. O número é expresso em pontos-base, e a cada 1% que o Brasil paga a mais que os EUA equivale a 100 pontos-base.

EMBI e EMBI+: EMBI significa Emerging Markets Bond Index (Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes), criado pelo JP Morgan em 1992. A partir de 31 de maio de 2002, o EMBI passou a representar 11 países: Argentina, Brasil, Bulgária, Equador, México, Nigéria, Panamá, Peru, Polónia, Rússia e Venezuela. A metodologia de cálculo, segundo o próprio JP Morgan, é que os EMBI são índices compostos de títulos selecionados e provêm da média ponderada dos retornos de cada título selecionados vis-a-vis sua participação no mercado.

A metodologia de cálculo tem três passos:

- a) Calcula-se o retorno diário total de cada título de dívida individualmente.
- b) Para cada tipo de dívida (títulos Brady, eurobônus e empréstimos), calcula-se a média ponderada dos retornos diários de cada título, selecionado de acordo com sua participação no mercado.
- c) Calcula-se a média ponderada dos retornos diários do conjunto dos três tipos de títulos.

O EMBI+ representa o retorno médio diário de títulos de dívida denominados em dólares dos EUA e inclui três tipos de títulos: Bradies, empréstimos e eurobônus.

Desde 31 de maio de 2002, o índice cobre os títulos emitidos por 21 países, dos quais os latinos americanos representam cerca de 60% do indicador.

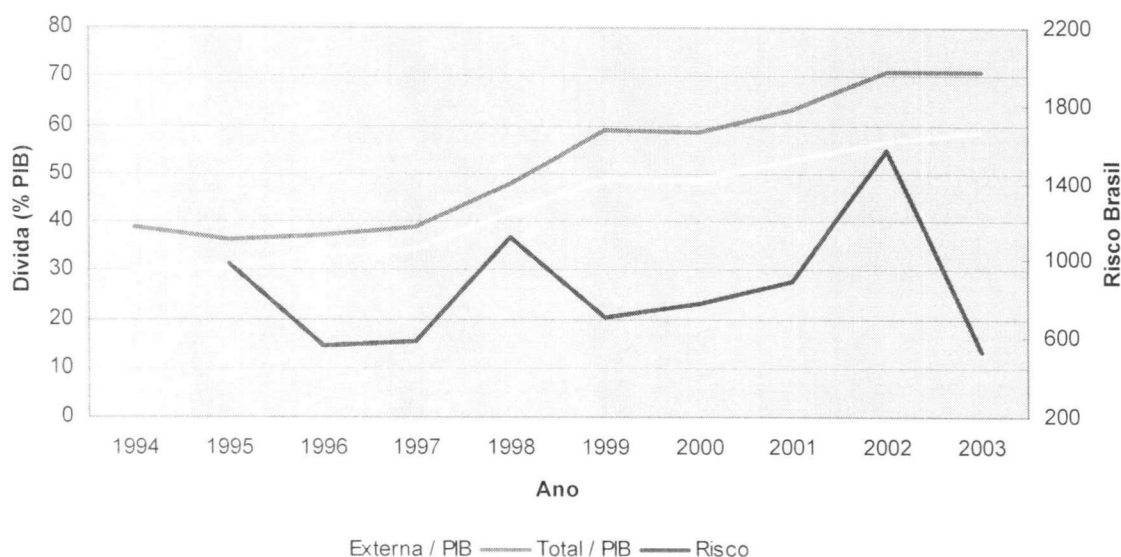
3.4 ANÁLISE DO RISCO BRASIL DE 1994 A 2003

Após ter-se analisado a evolução dos fatores macroeconômicos do Brasil de 1994 a 2003, quais sejam a política econômica, a política fiscal e as contas externas, bem como o ambiente externo no mesmo período, aqui representado basicamente pelas crises financeiras de alguns países, e conhecendo-se também as variações do risco no mesmo período, pode-se então verificar em que medida os fundamentos econômicos e o fator externo influenciaram a taxa de risco.

Começando pelos fatores internos que a literatura mostra como influentes, sendo eles os principais: Dívida Líquida do Setor Público / PIB, Dívida Líquida Externa / PIB, Reservas Internacionais / PIB e Saldo em Conta Corrente, pode-se fazer as seguintes observações.

Observando o GRÁFICO 3 pode-se perceber que tanto a dívida total do setor público como a dívida externa do setor público em relação ao PIB tiveram crescimento sistemático durante o período analisado. Analisando porém a evolução do risco Brasil no mesmo gráfico, percebe-se que o mesmo teve picos de elevação e queda durante todo o período, e não uma elevação constante como os fatores apresentados agora

GRÁFICO 3
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA DE 1994 À 2003



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. *Dados Macroeconômicos*.

Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>

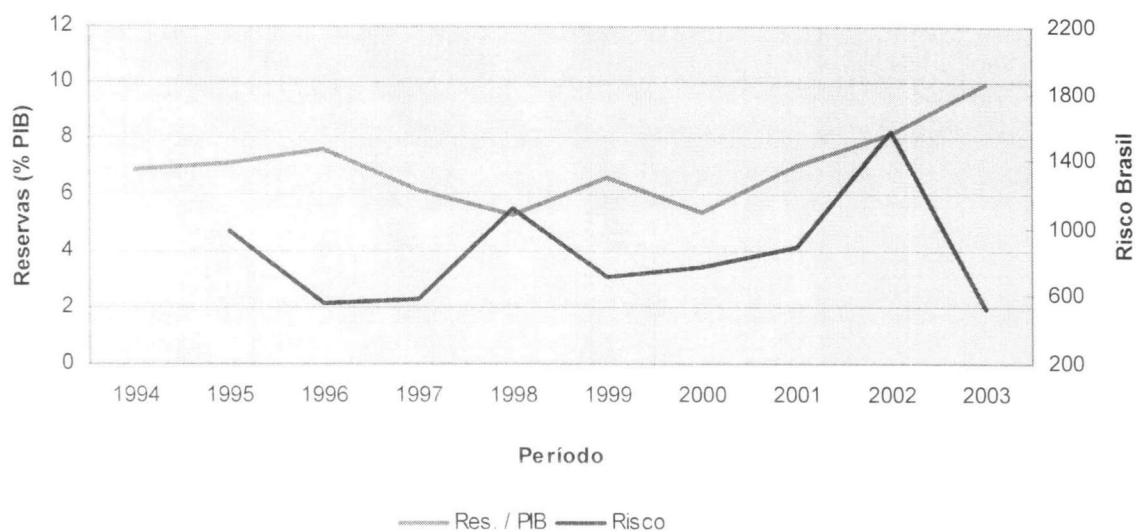
MIN (1998), conclui em seu trabalho empírico que a dívida externa em relação ao PIB se mostra significativa como influente nas variações do risco soberano. No presente trabalho, que faz apenas uma análise descritiva e uma comparação gráfica para o período de 1994 a 2003, o mesmo não pode se afirmado.

Sendo assim, apesar de a literatura apresentar que o crescimento da dívida pública em relação ao PIB causaria elevações no risco país, no período isto não pode ser observado a risca, pois no ano de 2003, mesmo a dívida estando totalmente elevada em comparação a anos como 1997, o risco se apresenta nos mesmo patamares deste ano.

Tomando-se como referência agora as reservas internacionais como porcentagem do PIB, o GRÁFICO 4 mostra que durante o período estudado, as reservas estiveram em níveis mais baixos nos anos de 1998 e 2002. Analisando a evolução do risco Brasil, pode se perceber que não se trata de momentos em que os risco estava em patamares muito críticos, apresentado em 2002 até uma relativa estabilidade. Dessa forma, no período estudado não se pode afirmar que quedas nas reservas internacionais tenham influenciado com grande força o risco Brasil, diferentemente do que afirma por exemplo o trabalho de OKS e PADILHA (2000), ao

encontrar como significativa a variável “colchão” financeiro do tesouro argentino como influentes no risco país.

GRÁFICO 4
EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS BRASILEIRAS DE 1994 A 2003



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. *Dados Macroeconômicos*.

Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>

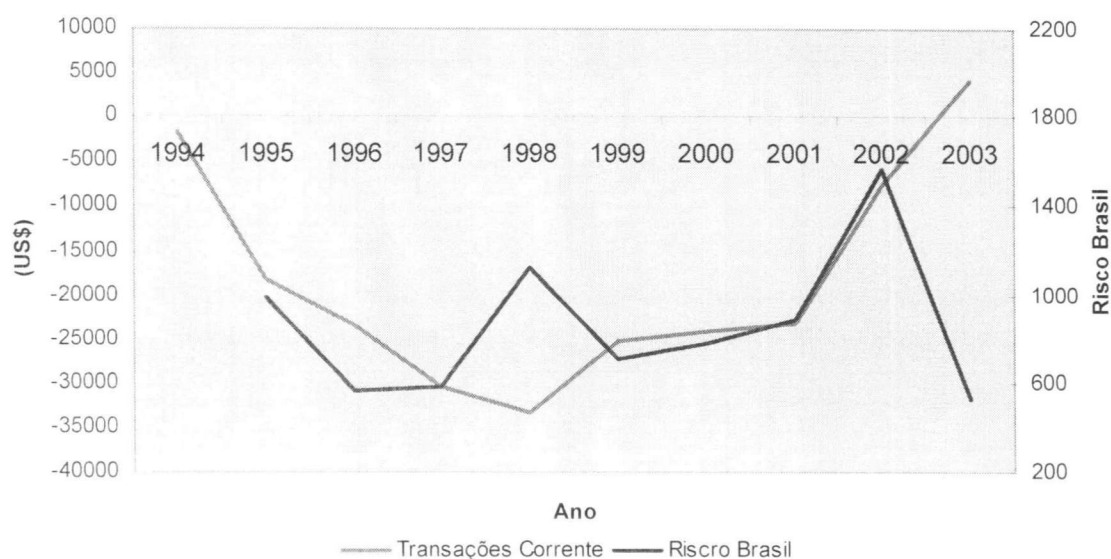
Com referência às relações que o país possui com o exterior, a literatura mostra que uma piora nestas relações, ou seja, déficits em transações correntes aumentados sistematicamente podem elevar o risco.

Observando o GRÁFICO 5, não se verifica este fato, principalmente no período de 1995 até 1997, onde o déficit em transações corrente do Brasil esteve sempre em crescimento e o risco Brasil se mantendo ou tendo leve queda.

Até o momento foram apresentadas variáveis que ou estão sob o controle parcial do país em questão ou de maneira geral são consideradas como parte dos fundamentos econômicos do país. Feitos os comentários referentes à comparação do risco Brasil com os fatores internos a economia, passa-se agora a avaliar se existe alguma relação entre o ambiente externo, mais especificamente as crises internacionais, e o risco Brasil no período de estudo. Neste caso sim o país não tem influencia nenhuma sobre esta variável. Mesmo que queira, o Brasil não pode interferir nem de forma sutil em uma crise na Rússia por exemplo. Estes fenômenos estão totalmente fora do controle do governo local. Serão resumidos os movimentos

nos prêmios de risco do Brasil que se seguiram às principais grandes crises em economias emergentes neste período.

GRÁFICO 5
EVOLUÇÃO DO BALANÇO DE TRANSAÇÕES CORRENTES DO BRASIL DE 1994 A 2003



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. *Dados Macroeconômicos*.

Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>

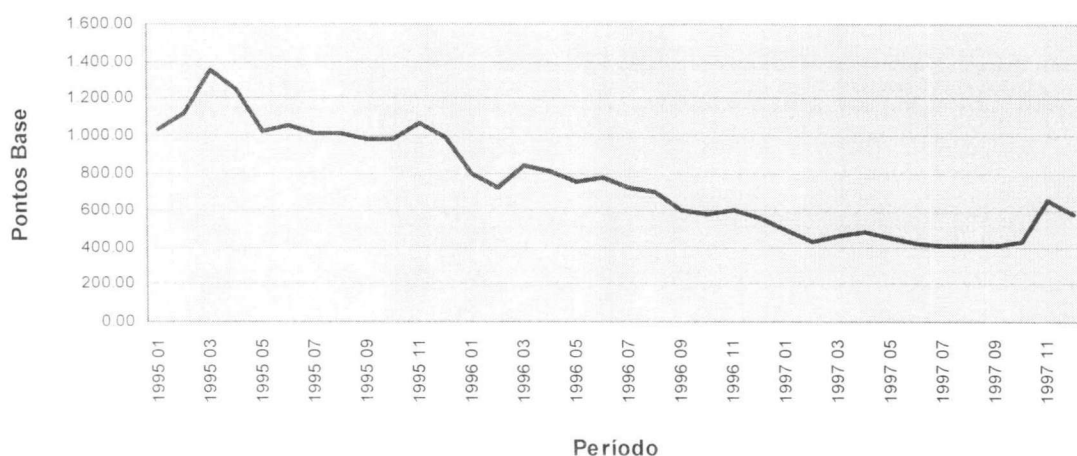
A globalização da economia mundial e os conseqüentes avanços tanto na área de transferências de divisas ao redor do planeta bem como nos sistemas de informação fizeram com que os fatos de maior importância em relação a estratégias de investimentos estejam disponíveis quase que instantaneamente. Desse modo, quando um país decreta moratória de sua dívida por exemplo, supondo que isto não foi previsto pelo mercado, no mesmo dia as conseqüências são observadas, principalmente em países emergentes, que tem um risco maior. Dessa forma o tempo de resposta do risco Brasil as crises internacionais ocorridas no período estudado será ignorado, já que a análise é feita para períodos de meses ou até mesmo o ano corrente, e não através da data em si.

Começando com a crise do México em dezembro de 1994, houve um aumento significativo no grau de precaução adotado pelos investidores internacionais. A maior cautela por parte da comunidade financeira internacional acabou provocando o aumento no prêmio de risco requerido para o investimento em

ativos de diversos outros países emergentes, principalmente aqueles percebidos como mais frágeis à reversão no influxo de capitais.

O Brasil é um destes casos. O impacto negativo dos acontecimentos de dezembro de 1994 para o Brasil podem ser verificados no GRÁFICO 6.

GRÁFICO 6
RISCO BRASIL (SPREAD DO C-BONB) DE 1995 À 1997



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. *Dados Macroeconômicos*.

Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>

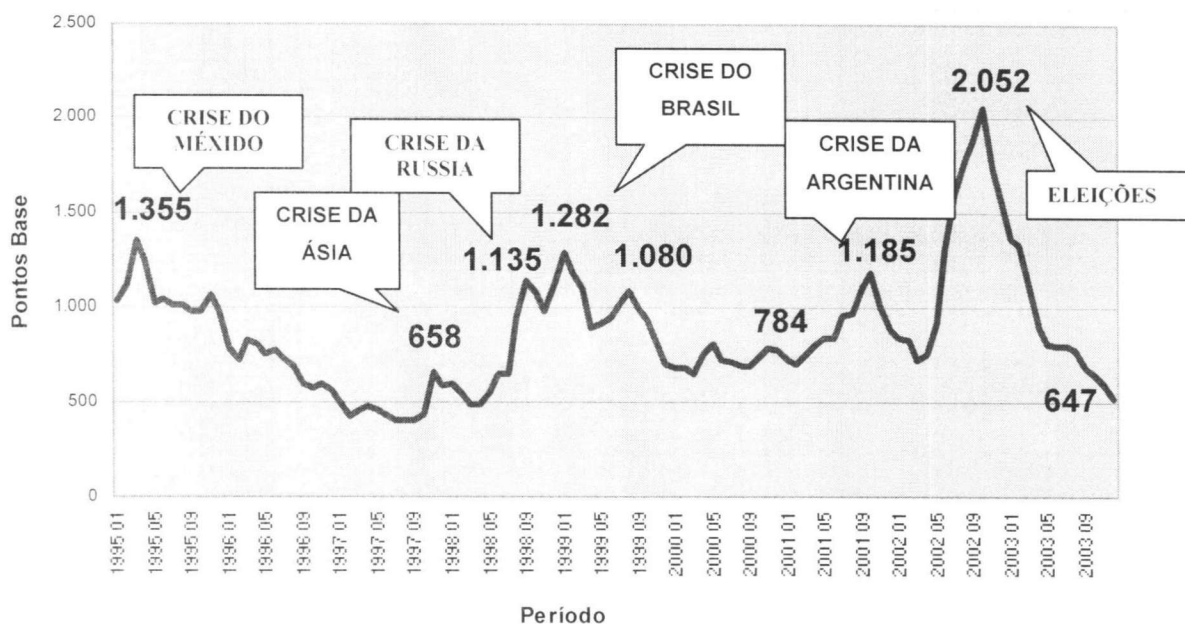
Após a crise mexicana, o spread do C-Bond continuou acima dos 1.000 pontos durante boa parte do ano de 1995. Como já foi dito, o C-Bond foi emitido em 1994, por isso há uma certa dificuldade para se obter dados deste mesmo ano. Mas como se verifica no gráfico acima, já no ano de 1996 o risco cai para a casa do 700 pontos, entendendo-se assim, que em 1994 este número estaria no mesmo patamar.

A crise da Ásia, deflagrada em meados de 1997, teve como uma de suas manifestações iniciais os eventos que impactaram a economia tailandesa durante o mês de julho, conforme mostrado em capítulo anterior. A partir daí, a crise se espalhou para diversos outros países da região, afetando também outros países emergentes fora da Ásia. A desvalorização da moeda coreana pode ser considerado o ápice da crise asiática no que tange aos países latino americanos e conseqüentemente o Brasil.

Conforme mostrado no GRÁFICO 7, o risco Brasil não sofreu grandes variações em conseqüência da crise asiática. Levando-se em consideração que outubro e novembro de 1997 podem ser considerados como o auge desta crise, o

risco Brasil, medido pelo spread do C-Bond, passou de 408 pontos base em setembro de 1997 para 658 em novembro do mesmo ano, voltando para a casa dos 400 pontos em março de 1998.

GRÁFICO 7
PÍCOS DO RISCO BRASIL DE 1995 À 2003



O mesmo já não se pode dizer em relação à crise da Rússia. Em agosto de 1998, uma série de medidas do governo russo pode simbolizar em termos de data, o auge da crise russa. Pelo GRÁFICO 7 observa-se uma brusca elevação a partir deste mês e atingindo picos de 151 pontos base no final de 1998.

Pelo GRÁFICO 7 pode-se verificar também que a maior parte do ano de 1999 o risco Brasil se manteve com índices elevadíssimos com pico de 1.206 pontos base. As explicações para estes fatos estão na crise do Brasil, que começa no fim de 1998 e culmina na desvalorização do Real em 1999. Apesar de poder-se afirmar que a crise do Brasil possa ter sido causada apenas por um desequilíbrio nos fundamentos internos ao país, os fatos mostram que o cenário internacional teve grande influência nesta crise. Desta forma, a crise do Brasil será aqui encarada como uma situação onde o país está inscrito em uma dinâmica mundial, e apesar de ter sob controle os principais indicadores de solvência, passou por uma crise financeira. Dessa forma, a crise brasileira é estudada como parte de uma série de situações por qual passaram vários países emergentes no período, então faz parte de um contexto que está fora do controle das autoridades locais.

Desde a crise do México, o Brasil era considerado vulnerável a uma crise externa, entre outras coisas, por causa da curta maturidade de sua dívida pública e por manter um regime de câmbio fixo e sobrevalorizado.

Os efeitos da crise russa foram grandes. Apenas em agosto e setembro de 1998, o excesso de demanda por dólares no mercado de câmbio foi de US\$ 11.8 e 11.9 bilhões respectivamente. Em outubro de 1998, as autoridades brasileiras solicitaram ajuda ao FMI e nem mesmo o pacote de US\$ 41 bilhões foi suficiente para acalmar o mercado, o que gerou a crise do Brasil.

O gráfico também mostra que mesmo com o aperto fiscal e a flutuação do câmbio em 1999, a partir deste ano o índice de risco não retornou a patamares de antes da crise russa em 1998, ficando a maior parte do tempo acima dos 700 pontos.

Em 2001 o índice volta a ultrapassar os 1.000 pontos base, em função pode-se dizer da crise da Argentina.

Por um curto período de tempo, no primeiro semestre de 2002, o índice volta para a casa dos 700 pontos, o que não dura muito tempo em função das expectativas criadas em torno das eleições presidenciais em outubro de 2002, e também pela incerteza quanto ao futuro do Brasil em relação ao novo governo. Nesta época o risco Brasil atingiu novos recordes, chegando a um pico de 2.039 pontos base.

Com o início do governo Lula, e a colocação em prática de certa forma de um aprofundamento na política fiscal e o comprometimento do mesmo governo de honrar os contratos, o risco passa a cair, atingindo novamente a casa dos 400 pontos, números só antes conseguidos em 1997, antes da crise da Rússia.

Cada crise aqui citada afetou o Brasil de formas diferentes, umas causando maiores estragos do que outras, mas sempre de uma forma ou de outra causando variações no risco Brasil. Cada uma das crises aumentou a desconfiança que a comunidade financeira internacional tinha de que o país fosse capaz de sustentar sua situação fiscal ou manter suas reservas internacionais, o que gera uma certa apreensão quanto a capacidade do país honrar seus compromissos.

4 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve ao longo de sua discussão, o objetivo de tentar verificar em que medida os fatores mostrados pela literatura como influentes nas variações de risco país, sejam eles internos ou externos, realmente influenciaram as oscilações que o risco Brasil teve durante o período de 1994 a 2003. Utilizou-se para isto um método descritivo, analisando e comparando separadamente cada variável explicativa com a variável explicada. Dessa forma, as conclusões que se chegam com este trabalho devem ser consideradas apenas tendo em vista a metodologia utilizada aqui, que podem não ser as mesmas se fosse utilizado outros métodos de análise.

A principal conclusão que se chega com este trabalho é que as variações no risco Brasil, no período de 1994 a 2003, que era o foco principal do trabalho, foram causadas mais em função de crises externas e a própria crise do Brasil em 1999, que entende-se ter sido causada em grande parte em consequência das crises estrangeiras anteriores, do que por variações nos fundamentos internos da economia. Ou seja, no período analisado, o fator externo é mais representativo do que os fatores internos ao país, quais sejam os condicionantes macroeconômicos que a literatura mostra como influentes.

O objetivo do trabalho não era o de construir um modelo explicativo de risco soberano. Sendo assim, o trabalho oculta muitos fatos que devem ser levados em consideração, como o fato das crises analisadas serem resultado de fatores macroeconômicos não muito sólidos. Desta forma, o setor interno é que indiretamente estaria causando variações no risco país. Mas como já foi dito, o objetivo único do trabalho era analisar qual dos fatores tinha um peso maior como determinante das variações do risco Brasil no período determinado de 1994 a 2003, se eram os fatores internos ou externos do país. Verificou-se que mesmo em momentos em que os fundamentos apresentavam relativa estabilidade, havia variações na medida de risco, ou mesmo que haviam movimentos contrários. Exemplo disto, pode-se citar a dívida total líquida do setor público como porcentagem do PIB, que se mostra em ascendência durante todo o período. Porém, em 2003, mesmo com a continuada tendência, aliás atingindo o nível mais alto do

período estudado da dívida como porcentagem do PIB, o risco caiu consideravelmente a patamares não atingidos nos últimos 5 anos.

REFERÊNCIAS

- ARORA V., CERISOLA, M. **How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets, 2001**. IMF Staff Papers Vol. 48.
- AVERBUG. A., GIAMBIAGI, F. **A Crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Conseqüências, 2000**. Texto para Discussão nº 77 – BNDES.
- BEVILÁQUA. A. S. **Dual Resource Transfers and the Secondary Market Price of Developing Countries' External Debt, 1995**. Departamento de Economia, PUC-RJ, texto para discussão nº 0344.
- BEVILAQUA, A. S., GARCIA, M. G. P., PAULA, A. N., **Premio de Risco e Política Monetária em Economias Latino-Americanas durante as Recentes Crises Internacionais, 2000**. Departamento de Economia. PUV-RJ
- CAIO, P. S. A economia brasileira e suas implicações. **Revista Exame**, São Paulo, 19 de abril de 2000.
- CALVO, G. A., LEIDERMAN, L., REINHARDT, C. **Capital Inflows and Real Appreciation in Latin América, 1993**. IMF Staff Papers, Vol. 40.
- CANTOR, R.; PACKER, F. **Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, 1996**. Economic Police Review - Federal Reserve Bank of New York.
- EDWARDS, S., **The Pricing of Bonds and Bank Loans in International Markets: Na Empirical Analysis of Developing Countries Foreign Borrowing, 1986**. European Economic Review
- FERREIRA, A. Plano Collor acelera o processo de fusões e compras de empresas. **Revista Veja**. São Paulo. 12 de abril de 2000.
- GARCIA, M.G.P., DIDIER, T., **Taxa de Juros, Risco Cambial e Risco Brasil. Departamento de Economia, PUC-RJ.**
- GIAMBIAGE, F. **Do Déficit de Metas às Metas de Déficit: A Política Fiscal do Governo Fernando Henrique Cardoso – 1995/2002, 2002**. Texto para Discussão nº93 – BNDES.
- GIAMBIAGI, F. **Restrição ao Crescimento da Economia Brasileira: Uma Visão de Longo Prazo, 2002** Texto para Discussão nº 94 – BNDES.
- GONÇALVES, R; BAUMANN, R; PRADO, L. C. D; CANUTO, O. **A nova economia internacional**. Rio de Janeiro: Campus. 1998.
- GREMAUD, P.A.; VASCONCELLOS, M.A.S; JÚNIOR, R.T. **Economia brasileira contemporânea**. 4 ed. São Paulo: Atlas. 2002.

HECK, S. K. T; **Impacto de Alterações de Ratings e Tendências de Classificação de Emissores Soberanos sobre o Prêmio de Risco de Países Emergentes, 2002.** Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, PUC-RJ.

KANITZ, S.. Ponto de Vista. **Revista Veja.** São Paulo, Maio de 1999.

LOWERNKRON, A. **Riscos Primos: Uma Investigação Acerca da Ocorrência e das Causas da Correlação entre o Risco País e o Risco Cambial, 2003.** Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, PUC-RJ.

MAIA, J. M. **Economia internacional e comércio exterior.** São Paulo: Atlas, 2001.

MEGALE, C. **Fatores Externos e o Risco País, 2003.** Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, PUC-RJ.

MIN, H. G.; **Determinants of Emerging Market Bond Spreads: Do Economic Fundamentals Matter?, 1998.** World Bank, Working Paper Series N. 1899.

OKS, D.; PADILHA, G. G. **Determinantes Del Riesgo País em Argentin, Durante 1994-99. El Rol de la Liquidez Sistêmica, Factores de Contagio e Intertiumbre Política, 2000.** Asociación Argentina de Economía Política (AAEP), Nota 1517.

PINEIRO, A. C., GIAMBIAGE, F., MOREIRA, M. M., **O Brasil na Década de 90: Uma Transição Bem Sucedida?, 2001.** Texto para Discussão nº 91 – BNDES.

PINHEIRO, A. C., GIAMBIAGI, F., GOSTKORZEWICZ, J., **O Desempenho Macroeconômico do Brasil nos Anos 90, 1999.** – BNDES.

SAUNDER, A. **Administração de instituições financeiras.** São Paulo. Atlas, 2000.

SHIN, I & HANM, J. **The Korean crisis: causes and resolution.** Artigo apresentado na East-West Center/Korea Development Institute Conference on the Korean Crisis. Honolulu, agosto de 1998.

SILVA, A. **Economia Internacional.** São Paulo: Atlas, 2001.

SILVEIRA, C. L. P; SALLES, S; GONZAGA, P; GUTIERREZ, M. Análise da Conjuntura Macroeconômica. **Revista economia e conjuntura.** Nov/2002. N. 34. Rio de Janeiro: UFRJ.

VASCONCELOS, S. N. **A economia internacional e as crises.** São Paulo: Saraiva, 2002.