

ANTONIO DA SILVA SANTOS FILHO

**RISCO-BRASIL: UMA ANÁLISE DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS QUE
CONTRIBUÍRAM PARA SUA REDUÇÃO NO PERÍODO DE 2002 A
INÍCIO DE 2007**

**Monografia apresentada como
requisito parcial à obtenção do
grau de Bacharel em Ciências
Econômicas do curso de Ciências
Econômicas, Setor de Ciências
 Sociais Aplicadas, Universidade
Federal do Paraná.**

**Orientador: Prof. Dr. José
Guilherme Vieira**

CURITIBA

2007

TERMO DE APROVAÇÃO

RISCO-BRASIL: UMA ANÁLISE DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS QUE CONTRIBUÍRAM PARA SUA REDUÇÃO NO PERÍODO DE 2002 A INÍCIO DE 2007

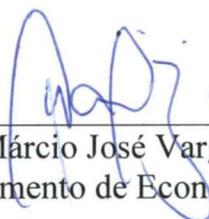
ANTONIO DA SILVA SANTOS FILHO

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.

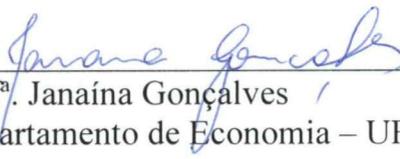
Orientador:



Prof.^o José Guilherme Vieira
Departamento de Economia – UFPR



Prof.^o Márcio José Vargas da Cruz
Departamento de Economia – UFPR



Prof.^a Janaína Gonçalves
Departamento de Economia – UFPR

Curitiba, 11 de dezembro de 2007

SUMÁRIO

LISTA DE SIGLAS.....	iv
LISTA DE GRÁFICOS.....	v
LISTA DE TABELAS.....	vi
LISTA DE FIGURAS.....	vii
RESUMO.....	viii
INTRODUÇÃO.....	01
1 RISCO-BRASIL NO PERÍODO DE 2002 A INÍCIO DE 2007.....	03
1.1 METODOLOGIA DO ÍNDICE DE RISCO EMPREGADO: O EMBI.....	06
1.2 O RISCO LULA.....	10
2 DISCUSSÃO EM TORNO DOS DETERMINANTES DO RISCO.....	13
3 O BRASIL ENTRE OS EMERGENTES.....	19
3.1 COMPARAÇÕES ENTRE O RISCO-BRASIL E O RISCO DOS PAÍSES DA AMÉRICA LATINA.....	19
4 A EVOLUÇÃO MACROECONÔMICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE QUEDA DO RISCO BRASIL: 2002 A 2007.....	22
4.1 TAXA DE JUROS E A IMPORTÂNCIA DA GERAÇÃO DE SUPERÁVITS PRIMÁRIOS.....	22
4.2 INFLAÇÃO.....	30
4.3 SOLVÊNCIA EXTERNA E SOLVÊNCIA FISCAL.....	31
4.3.1 Saldo Comercial e Reservas Internacionais.....	31
4.3.2 Risco Brasil e Sua Relação com a Taxa de Câmbio.....	35
4.3.3 A Dívida Pública Brasileira.....	36
5 CONCLUSÃO.....	43
REFERÊNCIAS.....	45

LISTA DE SIGLAS

BACEN	Banco Central
EMBI	Emerging Markets Bond Index
EMBI+	Emerging Markets Bond Index Plus
EUA	Estados Unidos da América
FMI	Fundo Monetário Internacional
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IEDI	Instituto de Estudos Para o Desenvolvimento Industrial
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
PIB	Produto Interno Bruto
PT	Partido dos Trabalhadores
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO RISCO BRASIL ÍNDICE EMBI - JANEIRO 1998 – MARÇO 2007.....	4
GRÁFICO 2 - RISCO BRASIL X HIGH YIELD BONDS – JANEIRO 1999 – NOVEMBRO 2004.....	17
GRÁFICO 3 - RISCO BRASIL x TREASURIES 10 ANOS – JANEIRO 1999 NOVEMBRO 2004.....	18
GRÁFICO 4 - RISCO BRASIL X MÉDIA AMÉRICA LATINA – FEVEREIRO 2002 – FEVEREIRO 2007.....	19
GRÁFICO 5 - RISCO BRASIL X OUTROS EMERGENTES – FEVEREIRO 2002 – NOVEMBRO 2007.....	21
GRÁFICO 6 - RELAÇÃO ENTRE A TAXA DE JUROS DE CURTO PRAZO (SELIC) E O RISCO BRASIL (EMBI+) - JANEIRO 2002 – AGOSTO 2007.....	25
GRÁFICO 7 - DIAGRAMA DE DISPERSÃO ENTRE A TAXA DE JUROS (SELIC) E O RISCO BRASIL (EMBI+) – JANEIRO 2002 – AGOSTO 2007.....	26
GRÁFICO 8 - TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO (SWAP PRE - FIXADO 360 DIAS) VERSUS TAXA DE JUROS DE CURTO PRAZO (SELIC) – JANEIRO 2002 – JULHO 2006.....	27
GRÁFICO 9 - COMPARAÇÃO ENTRE A TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO (SWAPS DI PRÉ 360) E RISCO BRASIL (C-BONDS) – JANEIRO 2002 – SETEMBRO 2007.....	28
GRÁFICO 10 - RESERVAS INTERNACIONAIS – LIQUIDEZ INTERNACIONAL (US\$ MILHÕES) – JANEIRO 2002 – JULHO 2007.....	33
GRÁFICO 11 – RELAÇÃO RISCO – BRASIL (EMBI+) X CÂMBIO (R\$/US\$) – JANEIRO 2002 – JULHO 2007.....	35
GRÁFICO 12 - DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA BRASILEIRA (% PIB) – JANEIRO 2002 – MAIO 2007.....	37
GRÁFICO 13 - GRÁFICO DE DISPERSÃO ENTRE A DÍVIDA PÚBLICA/PIB E O RISCO BRASIL (EMBI+) – JANEIRO 2002 – MAIO 2007.....	41
GRÁFICO 14 - COMPARAÇÃO ENTRE A DÍVIDA PÚBLICA/PIB E O RISCO BRASIL (C-BONDS) – JANEIRO 2002 – OUTUBRO 2005.....	42

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - ESCALAS DE CLASSIFICAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE RATING.....	8
TABELA 2 - TAXAS DE JUROS E RISCO PAÍS NO BRASIL – JANEIRO 2002 – JULHO 2006.....	29
TABELA 3 - VARIAÇÃO DA BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA – JANEIRO 2006 – MAIO 2007.....	32
TABELA 4 - INDICADORES MACROECONOMICOS BRASILEIROS – 2002 – 2007..	34
TABELA 5 - COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA - 2005 – 2006.....	33

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – CONDIÇÕES MACROECONÔMICAS : POLÍTICA FISCAL E BALANÇA DE PAGAMENTOS.....	40
--	----

RESUMO

O conceito de risco-país tornou-se popular após as eleições presidenciais de 2002, período no qual atingiu seu mais elevado nível. Numa economia como a do Brasil, inserida num mercado globalizado de alta mobilidade de capital, torna-se necessário manter o indicador de risco num patamar reduzido de modo a atrair um número maior de investidores ao mercado nacional. Conhecer quais variáveis influenciam e como influenciam o risco de se investir numa economia como a brasileira é de fundamental importância para que se obtenha o objetivo da atração de capital estrangeiro. Atualmente, o risco-Brasil se encontra em um patamar bastante reduzido quando comparado à época eleitoral. Dessa forma, entender quais motivos levaram a tal redução é o objetivo central deste trabalho assim como descobrir as principais variáveis que influenciaram a percepção de risco dos investidores, para que se possa então manter o atual nível reduzido deste indicador.

INTRODUÇÃO

Depois de um período no qual o Brasil apresentou níveis altíssimos de risco-país, o momento atual é de grande expectativa para o recebimento do título de *investment grade*, ou seja, o Brasil está prestes a ser considerado pelas agências de classificação de risco como uma nação com baixa probabilidade de calote. Além de divulgarem frequentemente novos recordes de baixa, as notícias mostram ainda uma convergência entre o risco-Brasil e a média dos emergentes e, até o momento da elaboração deste trabalho, o Brasil estava a apenas dois pontos desta média. Esta convergência mostra uma melhora nas condições de solvência do país.

Para DEZORDI (2002, p. 14), “O índice de risco-país visa orientar os investidores quanto ao futuro de suas aplicações em um determinado país, considerando todas as informações disponíveis, passadas e presentes, relevantes para conduzir o futuro da economia”.

O EMBI, indicador calculado pelo banco JP Morgan, mede a diferença entre os títulos emitidos pelos países emergentes e os títulos americanos, considerados os mais seguros do mundo. O EMBI é uma sigla inglesa que significa Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes (*Emerging Markets Bond Index*).

O risco-Brasil se popularizou em meados do ano de 2002 quando o país passou pela chamada crise de confiança causada pela expectativa de eleição de um candidato de esquerda, conhecido por um histórico de lutas contra políticas ortodoxas. O então candidato Luís Inácio Lula da Silva ajudou a aumentar a expectativa de que o Brasil pudesse dar um calote na dívida, o que em certa medida afastou os investidores do mercado financeiro brasileiro. Nesse período, o risco-Brasil atingiu seu maior nível da história, trazendo sérios prejuízos ao país. No pior momento da crise, em meio a um grande nervosismo do mercado, o risco-Brasil se encontrava em torno dos 2400 pontos base. Ou seja, os títulos brasileiros estavam pagando 24% mais do que os títulos americanos de mesmo vencimento.

Porém, hoje o momento é outro. O país está menos suscetível a turbulências advindas do cenário internacional e, como dito anteriormente, cada vez mais o Brasil se aproxima de ser considerado um país de baixa probabilidade de calote, aumentando

a confiança no país por parte dos investidores internacionais e atraindo um maior volume de capital estrangeiro. Se o México for considerado como exemplo, já que este país possui o título de *investment grade*, pode-se dizer que o Brasil está numa distância de 70 pontos do título, já que neste momento a diferença de risco entre os dois países é essa.

Portanto, o intuito deste trabalho é encontrar as principais variáveis internas que influenciaram nesta redução da percepção de risco dos investidores, desde o período de crise de confiança instalada no Brasil até os dias atuais.

Dessa forma, o primeiro capítulo tenta deixar clara a problemática do estudo em questão definindo suas hipóteses mais prováveis e explicando ao leitor o que é e de que forma se calcula o índice de risco-país. Além disso, o tópico 1.2 volta ao período pré-eleitoral, em 2002, para mostrar o que houve na economia para que o risco atingisse níveis tão elevados.

Posteriormente, o capítulo 2 faz uma revisão sobre os estudos existentes com respeito as variáveis de influência sobre a percepção de risco nos mercados de títulos dos países emergentes. Este capítulo é importante na construção de uma base teórica para o levantamento das hipóteses nas quais serão trabalhadas. A seguir, uma breve comparação entre o risco-Brasil e o risco dos países vizinhos da América Latina é apresentada.

A partir deste momento, as variáveis que possivelmente possam ter influenciado a redução do risco brasileiro são analisadas de forma estritamente descritiva e através da análise comparativa entre gráficos e tabelas. A evolução histórica de cada variável, juntamente com a evolução do risco-Brasil, aliados à literatura econômica, trará os resultados que irão se mostrar condizentes com os autores ou irão contrastar com os resultados dos mesmos.

Para finalizar, a conclusão trará as variáveis internas mais influentes na redução do risco-Brasil no período analisado, de acordo com a metodologia proposta, fechando o objetivo deste trabalho.

1 RISCO-BRASIL NO PERÍODO DE 2002 A INÍCIO DE 2007

O risco-país é um índice que mede a diferença de rendimento dos títulos internacionais emitidos pelo país, ou seja, o quanto a mais o mercado está cobrando para adquirir um título de uma nação em relação a um título de mesma maturação dos EUA, que possuem os títulos considerados mais seguros do mundo. Quando um agente financeiro investe nele, corre um risco próximo de zero.

O índice tem como finalidade refletir o grau de incerteza quanto ao futuro de uma economia sendo que um índice elevado demonstra, portanto, maior insegurança quanto à saúde financeira do país, o que significa uma maior possibilidade de calote da dívida pública.

Para GARCIA & DIDIER (2003), o risco país é um reflexo da situação econômica e financeira de uma nação, demonstrando também a estabilidade política e o desempenho histórico no cumprimento de suas obrigações financeiras. O risco zero seria a certeza do pagamento do título que neste índice é representado pelos *Treasuries* americanos.

Dessa forma, quanto maior for a incerteza ou risco associado a uma aplicação financeira, maior será a taxa de juros exigida pelo investidor. Se duas aplicações financeiras com riscos diferentes oferecem o mesmo retorno (a mesma taxa de juros), é natural que os investidores coloquem todos os seus recursos na aplicação menos arriscada. Para captar recursos, a aplicação de maior risco terá que oferecer uma taxa mais elevada como forma de incentivo ao investidor – ou “prêmio de risco”.

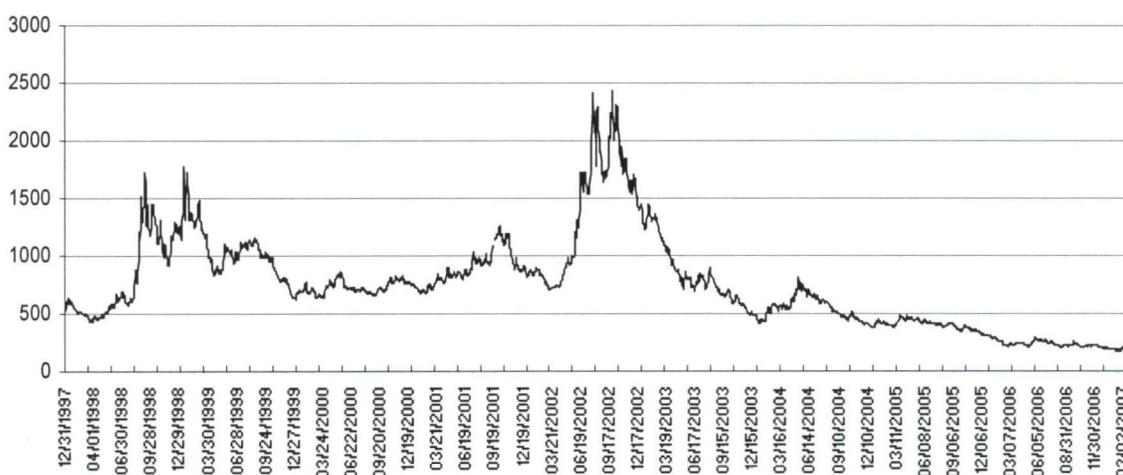
Quanto maior for o risco, menor será a capacidade do país de atrair investimentos estrangeiros. As principais conseqüências de um elevado índice de risco são retrações no fluxo de investimentos estrangeiros e um menor crescimento econômico, o que acaba acarretando um aumento do desemprego e salários menores para a população.

O alto índice de risco-país apresentado pelo Brasil ao longo dos anos se deve, segundo a análise de PASTORE & PINOTTI (2002), a vários problemas, como por exemplo, a fragilidade do ajuste fiscal, a herança de um passado de políticas fiscais expansionistas, e de descumprimento de contratos, contra o retorno das quais não há

qualquer garantia devido a ausência de institucionalização das decisões, da fragilidade das bases de sustentação de uma arrecadação tributária elevada, da curta vida das restrições legais a indisciplina fiscal, como a lei de responsabilidade fiscal e da ausência de independência formal do Banco Central.

O pior resultado apresentado pelo Brasil, de acordo com CASTANHAR (2003), foi em 27 de setembro de 2002, durante o período de eleição presidencial e após o Fundo Monetário Internacional (FMI) ter concedido um empréstimo da ordem de US\$ 30 bilhões para socorrer a economia brasileira, quando o risco-Brasil atingiu a marca recorde de 2346 pontos. Atualmente o índice se encontra em níveis bem abaixo dessa marca histórica de 2002, conforme se pode ver no gráfico a seguir.

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO RISCO BRASIL ÍNDICE EMBI - JANEIRO 1998 – MARÇO 2007



Fonte: CBONDS.INFO

Com o crescimento da economia mundial, existe muito dinheiro circulando no mundo. O volume é tão grande que acaba sobrando recursos para diversas opções de investimento, inclusive para países emergentes, ainda mais com o clima favorável e a solidez que se encontra hoje a economia brasileira.

Quanto menor for o risco, maior será a capacidade do país em atrair capital estrangeiro, ou seja, conseguirá abrir suas portas para investimentos mais sólidos e empréstimos mais baratos para o governo. As agências de rating, ao avaliar que a economia de uma nação está em ordem, podem recomendá-la como investimento

seguro, ou “*investment grade*”, que quer dizer que a economia atingiu um nível seguro e sustentável, reduzindo significativamente o risco dos investidores.

Criado em 1992 pelo banco JP Morgan, este índice se fez necessário, pois, nos anos 90, países emergentes passaram a ser possibilidades de investimento e não havia um direcionador para que os agentes financeiros distinguíssem as opções boas das mais arriscadas. Passou-se, então, a usar o risco-país para facilitar a comparação entre os países.

Portanto, o objetivo central deste trabalho é de analisar a queda do risco-Brasil ocorrida no período de aproximadamente 5anos, através de um método descritivo, na medida em que expõe as variáveis explicativas no período estudado, e bibliográfico, pois se baseia em estudos e artigos anteriores publicados em revistas, jornais e na internet, além de livros com teor econômico. A coleta de dados se deu através de fontes de pesquisa como sites institucionais acessados por meio da internet.

Cabe ressaltar que o período analisado deve sua escolha ao fato de ser uma fase de mudança política no país, que vai das eleições presidenciais de 2002 aos dias atuais.

As variáveis de possível explicação da queda do nível de risco-país no Brasil foram definidas de acordo com a literatura pré-existente. A seguir, a metodologia utilizada na determinação do risco-país será analisada.

1.1 METODOLOGIA DO ÍNDICE DE RISCO EMPREGADO: O EMBI

Na economia, de uma maneira geral, existem muitos índices que servem de referência na avaliação de perdas e ganhos por parte de investidores. Como exemplo, no Brasil tem-se o Ibovespa que foi criado em 1968 para ser um referencial na análise do desempenho das ações mais negociadas na Bolsa de Valores em São Paulo. Através desse referencial, denominado como *benchmark* no meio econômico, o investidor pode ter a percepção de perda ou ganho em relação à uma média.

Os investidores em títulos da dívida de países emergentes passaram a contar com um *benchmark* no auxílio à seus investimentos, o EMBI (*Emerging Market Bond Index*), criado pelo banco JP Morgan em 1992. Este índice passou a ganhar credibilidade frente aos investidores e tornou-se a principal referência do mercado com relação aos títulos da dívida de países emergentes. Com o passar do tempo o EMBI foi se modificando, sem alterar sua forma de cálculo, para acompanhar a evolução do mercado de dívida externa. Dois anos mais tarde à sua criação, o EMBI passou a reunir um número maior de países, de 11 para 19, passando a denominar-se EMBI+.

Para entrar na base de cálculo do indicador é necessário que o país apresente pelo menos um nível moderado de risco, ou seja, possível eminência de calote e, dessa forma, ofereça um retorno maior para atrair investidores. Para estabelecer este risco são usadas como referências as notas que cada país recebe das empresas de *rating*, como a *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch*, que são instituições independentes especializadas na determinação e divulgação do risco das corporações, instituições financeiras e países.

No Brasil, o EMBI+ é conhecido como Risco-Brasil, sendo utilizado como termômetro de confiança ou desconfiança do mercado financeiro quanto aos rumos da economia nacional. Porém, frequentemente o índice é confundido erroneamente com as notas dadas pelas agências de *rating*. Quando se fala nestas notas ou no índice EMBI+, deve-se ter em mente que são ferramentas distintas, na qual as notas atribuídas aos países pelas agências de *rating* são baseadas na opinião dos especialistas destas empresas e o índice EMBI+ é totalmente objetivo.

Os investidores formam suas opiniões e planejam suas decisões futuras com base na evolução do indicador, mas nem sempre os mercados se comportam de maneira costumeira. Um exemplo, já citado anteriormente, foi o que aconteceu pouco antes das eleições presidenciais em 2002, quando o índice EMBI+ bateu na casa dos 2400 pontos devido ao temor que representava a possível eleição de um candidato cujo passado era de luta a favor do não cumprimento da dívida. Em capítulo posterior será tratado mais especificamente deste acontecimento.

O EMBI+ é medido pela diferença da taxa de retorno entre títulos de países emergentes e títulos emitidos pelo Tesouro americano, considerados os mais seguros do mundo. A unidade de medida é o ponto-base, sendo 100 pontos-base equivalente a 1%. Desta forma, quando o Brasil apresentou um EMBI+ de 2400 pontos, a taxa de retorno de seus títulos era de 24% acima da taxa dos títulos americanos. Devido ao fato das variações das taxas serem definidas nas negociações do mercado, ela reflete a percepção de risco dos investidores. Como metodologia, usa-se uma equação que reproduz fielmente o ambiente do mercado: (1) calcula-se o retorno diário total de cada título da dívida individualmente; (2) pondera-se cada categoria de dívida (*bradies*, *global bonds* e empréstimos) com um peso específico, de acordo com sua participação no mercado e (3) faz-se uma ponderação final, juntando todas as categorias de títulos da cesta. Com relação aos títulos que compõe o indicador, o critério de liquidez é rigidamente avaliado. Só entram países com muitos títulos, emissão mínima de US\$ 500 milhões, e bastante negociados. Além disso, para um país ser integrado a seleção do EMBI+, ele deve ser classificado pelas agências de *rating* com uma nota BBB+/Baa1 ou inferior porque, acima desta nota, o país alcança a escala de *investment grade*, ou seja, sua economia atinge um nível sustentável diminuindo o risco dos investidores.

A tabela 1 mostra as escalas de classificação das agências de rating Moody's, Standard & Poors's e Fitch. Uma economia com classificação AAA ou Aaa é avaliada como de menor risco de crédito. Conforme a classificação vai reduzindo o risco se torna maior.

TABELA 1 – ESCALAS DE CLASSIFICAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE RATING

	Moody's	S&P	Fitch
Categoria de Investment grade	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Categoria de Investimento de Risco	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC+	CC
	Caa3	CCC-	C
	Ca	CC	DDD
	C	SD	DD
		D	D

Fontes: *Moody's, Standard & Poors e Fitch Ratings*

Elaboração: Própria

Por tudo isso, o índice criado pelo banco JP Morgan mede a confiança dos investidores com relação a determinado país, sendo esta confiança um dado fundamental para uma nação que depende da captação de recursos externos. Quando um país apresenta um risco-país baixo, como em cerca de 100 pontos para os emergentes, demonstra que a confiança dos investidores sobre o país é alta e abre portas para investimentos mais sólidos e para empréstimos mais baratos para o governo.

Oscilações do indicador demonstram o comportamento do mercado, mas nem sempre o processo de decisão dos investidores envolve alguma lógica. Pode haver, num determinado período de tempo, uma venda conjunta de títulos de determinado país influenciada por uma desvalorização nos papéis de um segundo país apenas pelo

fato de os investidores acreditarem na influência desta desvalorização sobre os rendimentos de seus títulos. A este fato denomina-se efeito contágio que, conforme CURADO & CANUTO (2001), tem sido definido de diversas formas na literatura econômica, incluindo qualquer transmissão de choque entre países. Apesar de tudo, o índice não deve ser obrigatoriamente seguido, pois, às vezes, o indicador pode estar sinalizando, por exemplo, para um fato que não é o que está acontecendo na realidade, como uma desvalorização injusta dos papéis de um país. É quando os investidores correm para comprá-los. Por isso, a credibilidade do índice é resultado fundamentalmente de sua exatidão.

Uma economia capaz de honrar seus compromissos e com bons fundamentos econômicos pode alcançar o nível de *investment grade*, classificação dada pelas agências de rating aos países com baixo risco de default e reduzida vulnerabilidade a perturbações externas, fazendo com que o país atraia um maior fluxo de investimentos para si.

Além disso, ao conquistar o título de país *investment grade*, a economia cria uma maior facilidade de colocação junto a investidores institucionais globais, reduz o custo do capital e aumenta a liquidez de seus títulos. O México, após receber tal classificação em março de 2002, viu sua taxa de básica de juros cair de cerca de 20% em 2000 para 7,5% no início do ano de 2007, com uma taxa real de 3,5%, parecida com a taxa de muitos países desenvolvidos¹.

¹Dados fornecidos pelo *Centro de Investigación para el Desarrollo A. C. (CIDAC)*, instituto mexicano equivalente ao IPEA

1.2 O RISCO LULA

Um dos momentos de maior notoriedade do termo risco-país aconteceu às vésperas das eleições presidenciais de 2002. A incerteza diante da possível vitória do então candidato Luís Inácio Lula da Silva, um político de esquerda famoso por seu passado de forte combate às políticas econômicas ortodoxas, fez com que o país passasse por momentos de turbulência, com uma enorme crise de confiança. Nesse período, como já foi dito anteriormente, o risco-país atingiu seu nível mais alto da história, 2346 pontos, indicando que a diferença de rendimento de um título brasileiro deveria ser de 23,46% a mais do que um título americano, segundo o índice EMBI+ medido pelo banco americano JP Morgan.

O dólar, à época, batia na casa dos R\$ 4,00, conforme aponta CASTANHAR (2003). O então Presidente da República, Fernando Henrique Cardoso, contraiu, junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), um empréstimo no valor de US\$ 30 Bilhões para o Brasil, que seria herdado, conforme relata o autor, pelo novo governo. Para tanto, o FMI estabeleceu condições nas quais o país deveria se submeter. Dentre essas condições estavam a meta de 4,25% do PIB em superávit primário, monitoramento da política monetária através de metas de inflação e um compromisso do governo na realização de Reformas Estruturais, como Previdenciária e Tributária. Devido à tensão instalada no mercado foi preciso que os candidatos manifestassem claro apoio ao Acordo com o FMI, com a intenção de acalmar os investidores. Para tanto, o candidato Lula, assim como os demais candidatos, assinou documentos comprometendo-se a cumprir com os acordos firmados pelo governo junto ao FMI. Segundo CASTANHAR (2003), o documento do então candidato do Partido dos Trabalhadores (PT) ficou conhecido como Carta aos Brasileiros.

Nas eleições de 2002, não havia indicações de que o país estava a beira de um calote por falta de dinheiro, porém, a situação econômica brasileira era extremamente desfavorável. Tudo devido ao medo de que o candidato de esquerda pusesse em prática suas anunciadas políticas heterodoxas. Este medo fez os investidores fugirem dos ativos brasileiros.

De acordo com dados fornecidos pelo Banco Central e pelo IPEA, os indicadores econômicos não apontavam para uma situação de *default* haja vista que o déficit externo que no ano anterior estava em 5% do PIB, em 2002 era de 3%, ou seja, estava diminuindo apesar de estar num patamar considerado desconfortável. O superávit comercial girava em torno de US\$ 10 bilhões e as reservas internacionais eram de US\$ 39 bilhões. A dívida líquida do setor público apresentava redução quando da comparação com o ano anterior e mesmo que o governo não conseguisse mais nenhum empréstimo, ainda assim conseguiria honrar todos os seus compromissos referentes à dívida interna até o final do ano, deixando clara a inexistência de uma possibilidade de calote. No entanto, estudos mostram que a taxa de juros havia dobrado em questão de sete meses (de Março a Setembro), o dólar subido de R\$ 2,30 para R\$ 4,00 e o risco-Brasil que se encontrava em 700 pontos dado um salto para 2400 pontos.

A análise de CASTANHAR (2003) para o ocorrido no período é de que a turbulência sofrida a época das eleições foi produzida pela ação de especuladores do mercado financeiro, principalmente os bancos de investimentos americanos. Diz o autor:

Como o risco país estava “baixo” no início do ano e os títulos da dívida brasileira eram negociados a mais de 80% do seu valor de face, esses “investidores” perceberam uma oportunidade única de realizar ganhos especulativos. A estratégia consistia em vender títulos brasileiros a descoberto (para entrega em 2003) e apostar na quebra do Brasil. Caso isso ocorresse, o valor desses títulos despencaria para abaixo de 30% do seu valor, possibilitando um ganho espetacular para os especuladores. Para tornar a aposta ainda mais segura esses “investidores” tentaram criar uma situação que forçaria o Brasil a decretar moratória. Essa estratégia consistia de três movimentos: num primeiro momento, divulgavam informes mostrando o risco de um governo de esquerda assumir o Brasil e desrespeitar contratos e acordos internacionais, num segundo momento vendiam títulos do Brasil, forçando sua desvalorização e o conseqüente aumento do risco Brasil percebido, e num terceiro momento contavam com a redução do crédito para o Brasil pelas instituições financeiras americanas, atemorizadas com a queda de suas ações por estarem “expostas” ao Brasil e ainda machucadas pelo enorme prejuízo que tiveram na Argentina. Toda a estratégia funcionou como planejada, a não ser por um detalhe: o Brasil não quebrou. E não quebrou porque o lado real da economia, que esses “investidores” arrogantemente desconhecem, reagiu de maneira espetacular. Assim, o setor exportador gerou o excedente necessário para compensar a queda na entrada de empréstimos, o setor público gerou o superávit adicional necessário para compensar a queda (pequena) no financiamento público e os poupadores individuais mantiveram seus recursos na moeda local, confiando no país, mesmo num período de turbulência e incertezas. (CASTANHAR, 2003, p. 5)

O autor conclui que o país, mesmo sendo forçado a decretar moratória devido a movimentos especulativos citados acima, nunca correu esse risco pelo fato de que o Brasil apresentava uma economia forte e resistente a tais movimentos.

A crise de confiança gerada pela possível eleição do candidato Lula em 2002 teve conseqüências graves para a economia brasileira no sentido de que ela gerou enormes fugas de capitais e acelerou a inflação nos últimos meses de 2002, comprometendo a estabilidade monetária. Porém, após a vitória do candidato do PT, a turbulência vivida pela economia foi perdendo força na medida em que, nos primeiros meses de governo, o Presidente Lula assumiu uma postura mais conservadora no controle do Banco Central, dando independência para a prática de uma política monetária altamente ortodoxa, assim como na política fiscal, onde adotou cortes drásticos nos gastos públicos, conseguindo superar a meta estabelecida pelo FMI ao gerar um superávit fiscal de 5% do PIB, conforme explica CASTANHAR (2003).

Dessa forma, ele conclui que essa rigidez na condução tanto da política monetária quanto da política fiscal no início de seu mandato foi responsável, em grande parte, para a redução do risco-país, para a estabilização da taxa de câmbio e para o controle do nível de inflação.

2 DISCUSSÃO EM TORNO DOS DETERMINANTES DO RISCO

Para a realização da pesquisa foram tomados por base alguns estudos já realizados que buscam identificar as principais variáveis que possam ter influência nas oscilações de percepção de risco quanto aos títulos nos mercados de capitais. Em pesquisa realizada por MEGALE (2005) são reunidos diversos trabalhos a respeito da determinação das principais variáveis de influência nos *spreads*² nesses mercados. Um dos pioneiros na realização de trabalhos que visam identificar de modo empírico a influência de certas variáveis na determinação dos *spreads* é EDWARDS (1986) que, conforme demonstrado por MEGALE (2005), utiliza a seguinte expressão:

$$\log s = \log (1 + i^*) + \sum \beta_i x_i + \varepsilon$$

Onde os x_i são os determinantes da probabilidade de *default*, β_i como coeficientes correspondentes a cada um dos determinantes, i^* como sendo a taxa de juros internacional, $\log s$ como o logaritmo do *spread* entre títulos, e ε um erro aleatório. A partir desta expressão são realizados vários outros estudos com o intuito de determinar as variáveis relevantes na determinação dos *spreads* no mercado de títulos.

EDWARDS (1986) realiza, primeiramente, um experimento utilizando dados em painel para a determinação dos *spreads* de 167 emissões de títulos realizados por 13 países emergentes entre 1976 e 1980. Foram escolhidas diversas variáveis para a determinação da probabilidade de *default*, tanto de âmbito macroeconômico como de características próprias dos títulos analisados, como maturidade e montante captado.

As variáveis que se mostraram significativas, conforme consta no trabalho de MEGALE (2005), foram a relação dívida externa/PNB com coeficiente positivo e a razão investimento bruto/PNB com sinal negativo, demonstrando, dessa forma, que uma razão dívida/PNB maior faz com que o país reduza a capacidade de pagamento de novas dívidas, elevando sua taxa de juros no mercado internacional de crédito.

² Diferencial de rendimento entre títulos de mesma maturação.

Enquanto que uma maior razão investimento/PNB faz reduzir o spread devido à melhoria nas perspectivas de crescimento futuro do país.

Um segundo experimento de EDWARDS (1986) procurou explicar através de um modelo de regressão linear simples os *spreads* no mercado secundário da dívida externa do México. Para tanto, o autor utilizou, além de diversas variáveis exógenas de fundamentos macroeconômicos, o próprio spread defasado em um período, de forma a captar a dinâmica auto-regressiva da série. Neste segundo estudo, a relação dívida externa/exportações com sinal positivo, a relação reservas internacionais/importações com sinal negativo e o spread defasado com coeficiente positivo foram as variáveis que se mostraram significativas, mostrando que quanto maior a relação dívida externa/exportações e o spread defasado, maior o spread observado e, quanto maior a relação reservas internacionais/importações, menores serão os *spreads*.

Um outro estudo apresentado por MEGALE (2005), é o trabalho de CANTOR & PACKER (1996), no qual estes analisam os determinantes dos *spreads* no mercado secundário de títulos soberanos de 35 países usando dados em *cross-section* do dia 29 de setembro de 1995. Um fato interessante do estudo destes autores é que, após realizarem um primeiro experimento no qual encontram como variáveis significativas a dívida externa, com sinal positivo, os indicadores de desenvolvimento econômico, com sinal negativo, e de histórico de *default*³, com sinal positivo, eles acrescentam o *rating* do país, obtido através da média dos *ratings* dados pelas agências internacionais *Moody's e Standard and Poor's*. A partir da inclusão desta variável eles descobrem que o poder de explicação da regressão aumenta de forma significativa, o que demonstra na conclusão de Cantor e Packer (1996) que o *rating* contém as mesmas informações dos fundamentos econômicos acrescido de dados adicionais no que diz respeito aos determinantes dos *spreads* no mercado de títulos.

A partir deste momento, MEGALE (2005) destacam a importância do cenário externo como fator influente na determinação dos *spreads* dos títulos devido à globalização dos mercados de capitais.

³ Calote, no jargão do mercado financeiro.

Os estudos posteriores tentam medir esta influência através de algumas variáveis que os autores julgam como fatores determinantes. Em seus estudos, EICHENGREEN & MODY (1998) acrescentam como variável explicativa no modelo em que buscam os determinantes dos *spreads* de títulos de países emergentes a taxa de juros livre de risco como indicador das condições financeiras internacionais. A conclusão dos autores, conforme demonstram MEGALE (2005), é de que realmente o fator externo é importante na determinação dos *spreads* pelo fato de que o coeficiente da taxa de juros americana se mostrou significativamente diferente de zero. Entretanto, o sinal encontrado para esta variável foi negativo.

Esse resultado demonstra que mesmo com uma elevação nos juros dos títulos emergentes causada por um aumento nos juros dos títulos americanos, esse aumento é menor proporcionalmente, reduzindo o spread. Em um estudo paralelo os autores ainda demonstram que um aumento na taxa de juros americana diminui significativamente a probabilidade de a emissão de títulos por parte dos países emergentes acontecer.

A conclusão a que chegam EICHENGREEN & MODY (1998), conforme pode ser encontrado em MEGALE (2005, p. 20), é de que “(...) a taxa de juros internacional atua sobre a oferta dos títulos emergentes: um aumento nos juros americanos inibe os emissores a irem ao mercado, reduzindo a oferta e, conseqüentemente, reduzindo a taxa de juros do título arriscado (ou fazendo com que ele aumente menos do que proporcionalmente a elevação dos juros livres de risco), o que implica *spreads* menores”.

Da mesma forma que os trabalhos anteriores, KAMIN & VON KLEIST (1999) tentam determinar quais variáveis influenciam de maneira significativa os *spreads* dos títulos. Para captar a influência externa, os autores também utilizam a taxa de juros livre de risco representada de diversas formas diferentes: (1) taxa básica dos EUA; (2) taxa de curto e longo prazo de títulos do Tesouro Americano; (3) taxa de curto e longo prazo dos títulos públicos Japão e (4) uma taxa média entre EUA, Japão e Alemanha.

Contrariando as conclusões de EICHENGREEN & MODY (1998) no que diz respeito à variável externa, o sinal esperado pelos autores é positivo, pois aumentando os juros internacionais de forma a elevar o retorno esperado do título, acaba-se por

atrair investidores internacionais reduzindo a demanda por ativos emergentes, o que faz com aumente seus *spreads*. Porém, conforme relatam MEGALE (2005), os resultados efetivos encontrados por KAMIN & VON KLEIST (1999) demonstram uma influência pouco considerável, já que mesmo havendo influência externa na determinação dos *spreads* no período de estudo dos autores (entre 1991 e 1997), esta não pode ser explicada por movimentos da taxa de juros livre de risco e, sim, muito mais por problemas de contágio advindos da crise do México ocorrida no período.

Para ZHANG (1999), o modelo deve ter como variável para a captação da influência do setor externo o spread dos títulos de empresas americanas de alto risco, os *high yield bonds*⁴ que para o autor representa muito mais um mercado global arriscado, sendo, desta maneira, mais relevante do que a taxa de juros livre de risco. Isto se deve ao fato de que os mercados globais são segmentados pelo nível de risco dos ativos, conforme esclarecem MEGALE (2005). A hipótese de segmentação dos mercados e a influência do setor externo são confirmadas através do resultado significativo e de sinal positivo dos *spreads* dos *high yield bonds*.

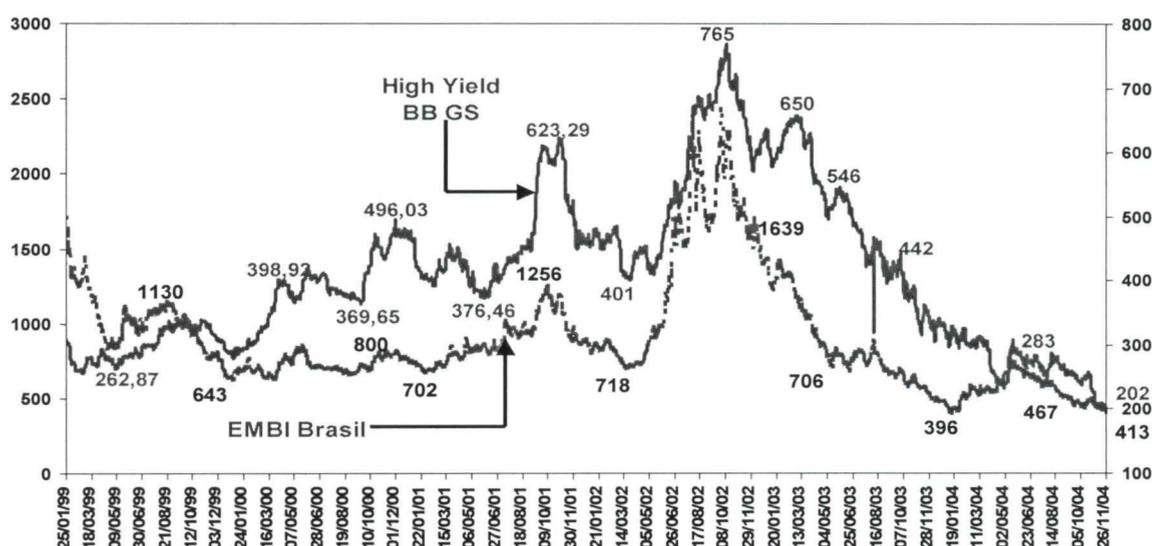
Um outro estudo relacionado ao assunto é o trabalho de ARORA & CERISOLA (2001), cujo foco está voltado à política monetária americana. Além dos fundamentos macroeconômicos comuns aos trabalhos anteriormente citados, os autores incluem em seu trabalho a taxa de juros de dez anos dos títulos do Tesouro Americano. Em um segundo momento, a variável utilizada para medir a influência externa passa a ser a taxa básica de juros (*Fed Funds*). Como resultado final, tem-se que as duas variáveis externas se mostraram significativas, tanto a taxa dos títulos do Tesouro quanto a taxa básica, e com sinal positivo para os coeficientes, assim como encontrado em KAMIN & VON KLEIST (1999) e diferentemente ao encontrado por EICHENGREEN & MODY (1998).

⁴ Títulos de empresas americanas de alto risco.

Porém, em estudo realizado por BARROS (2004) a sensibilidade do risco Brasil mostrou ser maior a medidas de aversão ao risco (como os títulos *high yield* de empresas dos EUA) do que a medidas de liquidez mundial (*Fed Funds*⁵ ou taxa de retorno dos *Treasuries*⁶), conforme se pode ver nos gráficos abaixo.

O gráfico 2 demonstra claramente que as variáveis referentes ao risco-país e aos *high yield bonds* parecem caminhar juntas, no mesmo sentido.

GRÁFICO 2 - RISCO BRASIL X HIGH YIELD BONDS – JANEIRO 1999 –
NOVEMBRO 2004



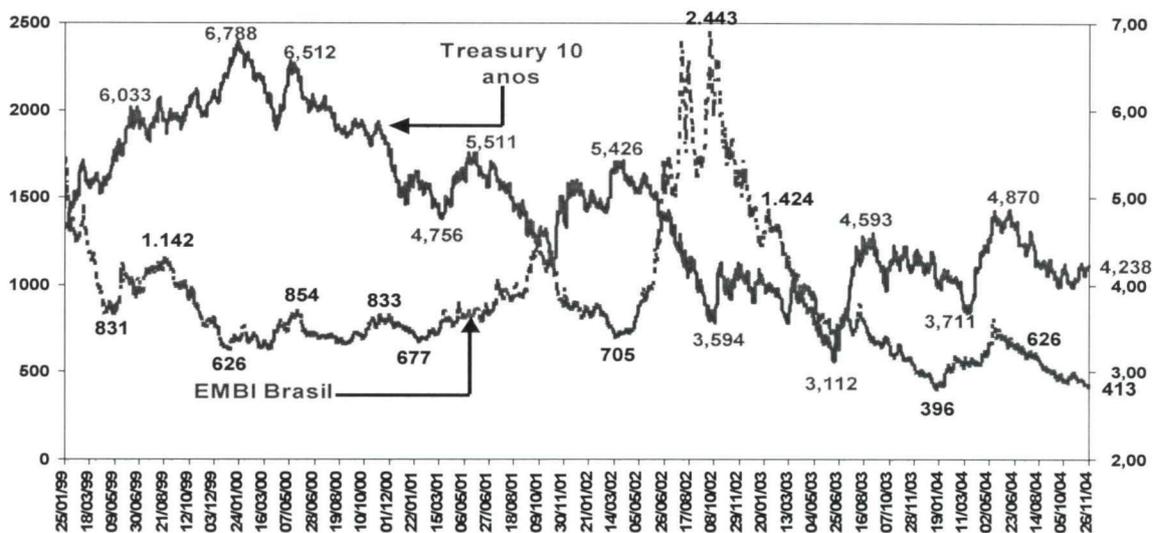
FONTE: BRADESCO/DEPEC – nov/2004

A correlação percebida através destes gráficos é nitidamente positiva quando relacionados risco-Brasil e *High Yield Bonds*, ao contrário do que ocorre quando o risco-Brasil é comparado aos *treasuries* americanos de 10 anos. Esta conclusão é a mesma encontrada por ZHANG (1999), da qual MEGALE (2005) fazem menção. ZHANG (1999) utiliza os *high yield bonds* em seu trabalho para avaliar a influencia do cenário externo na determinação do risco-país. Os resultados de seu exercício apresentaram coeficientes significativos e positivos para esta variável.

⁵ Taxa básica de juros americana.

⁶ Títulos americanos com maturidade de 10 anos.

GRÁFICO 3 - RISCO BRASIL x TREASURIES 10 ANOS – JANEIRO 1999 –
NOVEMBRO 2004



FONTE: BRADESCO/DEPEC –nov/ 2004

Conforme o gráfico 3 pode demonstrar, a relação entre o risco-Brasil e os títulos americanos de 10 anos, os *treasuries*, não apresentam uma correlação positiva. Em momentos de pico do risco-Brasil, os *treasuries* americanos apresentavam queda de certa maneira expressiva diante do aumento do spread dos títulos brasileiros. Esta conclusão é a mesma encontrada nos estudos de EICHENGREEN & MODY (1998) e contrasta com as conclusões de KAMIN & VON KLEIST (1998), OKS & PADILHA (2000) e ARORA & CERISOLA (2001), que utilizaram a taxa de juros livre de risco para determinar a influência de fatores externos sobre os *spreads* emergentes.

A partir dos trabalhos realizados por diversos autores aqui citados o estudo se desenvolverá de modo a convergir ou contrastar com os resultados obtidos na literatura para os determinantes do risco-país, porém o foco será dado às variáveis macroeconômicas brasileiras, no período de 2002 a início de 2007. Assim sendo, de acordo com os autores, as variáveis a serem tratadas por este estudo serão: Balança Comercial; Exportações e Importações; Índice de preços ao Consumidor – IPCA; Dívida Pública Federal; Taxa de Câmbio; Reservas Internacionais; Superávit Primário; EMBI+ Brasil, Argentina, México e América latina e Taxa de Juros.

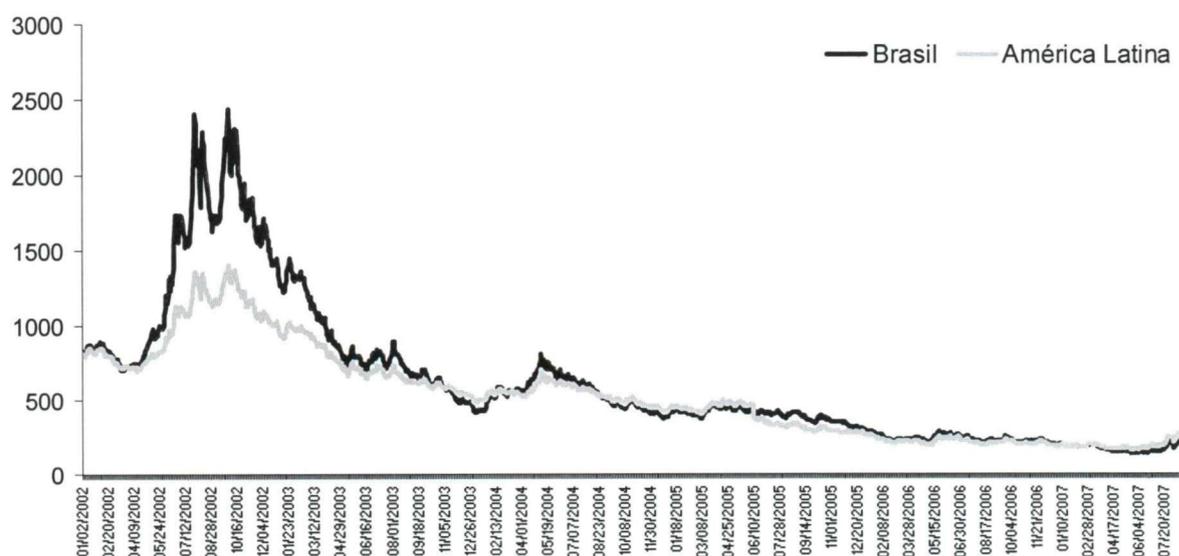
3 O BRASIL ENTRE OS EMERGENTES

Para uma melhor visualização da situação em que vive o Brasil no que diz respeito ao risco percebido, torna-se interessante fazer uma comparação com os países vizinhos e com a média dos *spreads* da América Latina, de forma a demonstrar que no âmbito externo a melhora é dada de maneira geral graças ao aumento de liquidez mundial e a visão global mais otimista vivida nos últimos tempos. O risco-Brasil e o risco de alguns países da América Latina são analisados a seguir.

3.1 COMPARAÇÕES ENTRE O RISCO-BRASIL E O RISCO DOS PAÍSES DA AMÉRICA LATINA

O momento pelo qual passa o Brasil é muito bom quando comparado há tempos não muito distantes. A confiança dos investidores na economia brasileira vem aumentando cada vez mais graças à indicadores mais sólidos e sustentáveis. Isto contribuiu para a queda do risco-país a níveis históricos e faz com que o Brasil se aproxime da média dos países emergentes, o que nunca ocorreu.

GRÁFICO 4 - RISCO-BRASIL X MÉDIA AMÉRICA LATINA – FEVEREIRO 2002 – FEVEREIRO 2007



FONTE: www.cbonds.info/index/index_detail/group_id/1

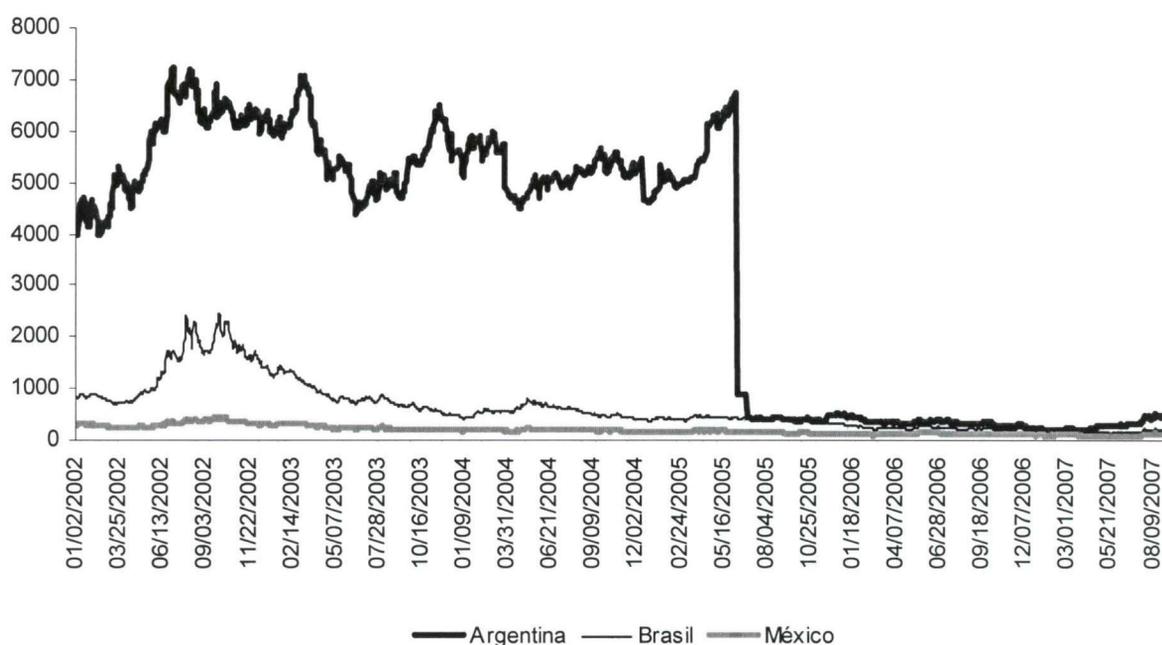
Com relação aos países vizinhos da América Latina, o Brasil já consegue acompanhá-los, conforme o gráfico 4 pode mostrar. A tendência das duas curvas de risco-Brasil e da média dos *spreads* dos emergentes da América Latina é muito parecida, apesar de terem magnitudes um tanto quanto diferentes em certos momentos.

Segundo o Banco Central, isso se deve ao fato de que o Brasil, até junho de 2006, respondia por aproximadamente 36,3% do EMBI+. Percebe-se, através do gráfico, que no período eleitoral brasileiro, ou seja, na época da crise de confiança instalada no país, o risco-Brasil se descolou da média dos países latinos, sendo que, posteriormente, passou a apresentar forte tendência declinante, voltando ao nível médio de outros países do continente. Até o início do ano de 2007, o risco brasileiro era levemente inferior. Dessa forma, subentende-se que o risco dos títulos brasileiros segue uma tendência da média do risco dos títulos latinos.

Com o passar dos anos, demonstrando uma economia mais sólida e mais resistente a turbulências advindas do mercado externo, o Brasil vêm reduzindo seu índice de risco e se aproximando de países como o México, por exemplo, que conseguiu a classificação de *investment grade* dada pelas agências de rating aos países com bons fundamentos.

O gráfico 5 mostra uma comparação dos risco de países como México e Argentina com relação ao Brasil. O risco-país do México vem oscilando nos últimos anos entre 100 e 150 pontos, mostrando-se relativamente estável diante das instabilidades que atingiram os outros países. Nota-se que no caso da Argentina há um forte desvio em relação aos outros países devido ao não pagamento da dívida, o que levou o índice a ultrapassar a barreira dos 7000 pontos-base em 2002. Após a renegociação de sua dívida, em meados de 2005, o EMBI+ argentino voltou a oscilar na média dos países latinos.

GRÁFICO 5 - RISCO-BRASILX OUTROS EMERGENTES – FEVEREIRO 2002 –
NOVEMBRO 2007



FONTE: CBONDS.INFO

A redução do risco-Brasil no período considerado deste estudo pode ser explicada, em parte, por uma melhoria no cenário internacional como um todo, como pode ser visto observando os vizinhos latinos, porém apenas isto não seria suficiente para o país atingir níveis históricos de baixa como vem apresentando atualmente.

Desta forma, busca-se através desta pesquisa encontrar os fatores de maior influência no ambiente interno cuja contribuição se tornou relevante para reduzir a percepção de risco dos investidores em geral com relação ao Brasil.

4 A EVOLUÇÃO MACROECONÔMICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE QUEDA DO RISCO BRASIL: 2002 A 2007

Conforme dito anteriormente, a melhoria no cenário externo contribuiu para a significativa queda do risco-país apresentada pelo Brasil no período analisado. Contudo, sem apresentar fatores macroeconômicos fortes o país poderia estar passando ainda por uma fase de elevado risco de investimento, o que não se verifica nos dias de hoje. Dessa forma, este capítulo mostra a evolução de algumas das mais importantes variáveis macroeconômicas e busca averiguar se tiveram significativo impacto na elevação da credibilidade dos investidores sobre a economia brasileira reduzindo, conseqüentemente, o risco-Brasil.

4.1 TAXA DE JUROS E A IMPORTÂNCIA DA GERAÇÃO DE SUPERÁVITS PRIMÁRIOS

O Brasil apresenta, em termos reais, uma das maiores taxas de juros do mundo. Graças a este fato, uma série de problemas é causada á economia do país, como por exemplo, a redução do crescimento devido ao desestímulo ao investimento e redução da competitividade das empresas devido a acesso restrito a crédito.

O problema dos juros altos ainda trás aumento dos gastos do governo decorrentes do pagamento de juros sobre sua dívida interna. Aliado aos juros altos, um Risco-País baixo atrai movimentos especulativos que compram Real aplicando em mercados a vista ou em derivativos a taxas próximas da SELIC. Isto é perigoso para o País no sentido de que contribui para o aumento do risco e pode gerar uma reversão da liquidez internacional.

Mas por que o Brasil apresenta taxas de juros tão elevadas quando comparado a outras nações? Mais ainda, são os juros que influenciam o risco-país ou o risco-país é que influência os juros? Ao analisar a economia brasileira percebe-se que, ao contrário de muitas outras economias emergentes, o passado mostra uma tendência a rompimentos de contratos que fazem com que os investidores não enxerguem com bons olhos a política econômica do país.

Outro fato de importância para explicar as altas taxas de juros diz respeito ao setor externo. O setor externo tem influência nos juros no sentido de que ele auxilia no equilíbrio entre um ritmo de crescimento da demanda e um ritmo de crescimento da oferta, mantendo o nível de preços controlado e evitando aumentos da taxa de juros para conter a inflação.

Dessa forma, quando existe uma aceleração do movimento de demanda no país, as importações se tornam fundamentais no sentido de que aumentam a oferta de produtos na economia, trazendo equilíbrio ao mercado. Para um país como o Brasil que possui metas de controle da inflação, é de extrema importância um equilíbrio comercial para que não haja uma elevação do nível de preços fazendo com que ocorram pressões para elevação dos juros na economia.

Além disso, uma terceira situação diz respeito a trajetória da relação dívida/PIB que ao longo da história se mostra extremamente desfavorável. Com juros altos, o governo se vê obrigado a gerar elevados superávits primários para poder controlar o seu nível de endividamento. Como os juros não têm só o efeito de aumentar o montante da dívida como também o de reduzir o volume do PIB, pode acontecer da taxa ser tão alta a ponto de um elevado superávit não ser suficiente para a manutenção do tamanho da dívida pública. É de extrema importância para a redução do risco-país que se reduza a relação dívida/PIB.

Para tanto, no intuito de evitar o crescimento desta relação, é necessário que o superávit primário somado à taxa de crescimento real do PIB seja superior ao custo que a taxa de juros trás ao impactar sobre a dívida. Por exemplo, como mostra RYFF (2005), a uma taxa de juros reais de 14%, um crescimento econômico de 3% e um percentual de dívida de 57% do PIB, tornaria insuficiente um superávit primário de 4,25%, pois 14% dos 57% da dívida dariam um percentual de 7,98% contra 7,25% da soma do superávit e da taxa de crescimento real do PIB.

RYFF (2005) demonstra hipoteticamente que ao se reduzir a taxa de juros para 10% e, conseqüentemente, o crescimento real se elevar para 5%, tem-se um superávit primário suficiente para cobrir o impacto dos juros sobre a dívida, ou seja, somando-se 5% de crescimento mais 4,25% de superávit, obtém-se 9,25% contra 5,7% de aumento da dívida. Dessa maneira, mesmo com o superávit mantendo-se constante, o governo

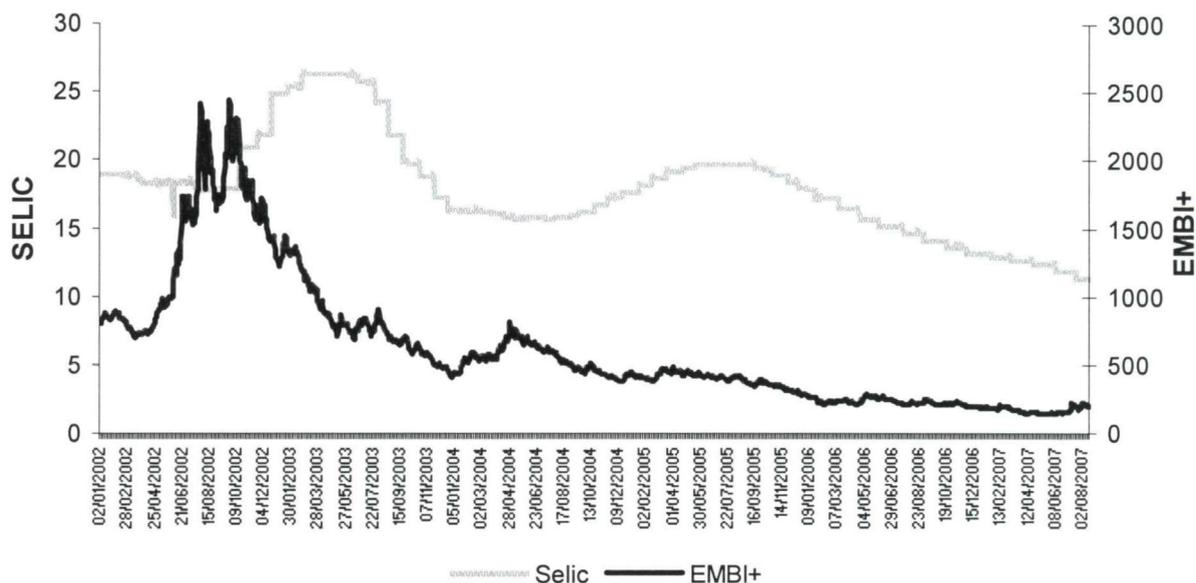
conseguiria diminuir a relação dívida/PIB que tanto influencia na percepção de risco dos investidores, ou ainda, na variação do risco-Brasil.

Para o ano de 2006, considerando a nova metodologia de cálculo do PIB implementada pelo IBGE, o superávit primário correspondeu a 3,88% do PIB e o crescimento real do PIB brasileiro foi de 3,7% no mesmo período. Com uma taxa de juros reais fechando 2006 a 10,3% e uma dívida/PIB em 44,9%, dados fornecidos pelo BACEN, tem-se as informações para 2006 a fim de se fazer o cálculo acima exposto. Com 3,88% de superávit mais 3,7% de crescimento do PIB, obtém-se 7,58% que ao subtrair o impacto dos juros sobre a dívida ($10,3\% \times 44,9\% = 4,63\%$) mostra que o governo brasileiro vem conseguindo reduzir a relação dívida/PIB, situação não encontrada em tempos anteriores.

Ou seja, as reduções das taxas de juros contribuem para a diminuição do seu impacto na relação dívida/PIB, um dos principais indicadores de risco aos investidores internacionais e, portanto, aumentam a capacidade do país em honrar seus compromissos.

O gráfico 6 relaciona a taxa de curtíssimo prazo estipulada pelo COPOM com o risco-país no período de 2002 a início de 2007, utilizando dados fornecidos pelo IPEA. Numa primeira análise, pode-se dizer que existe alguma correlação entre as duas variáveis, pois em momentos de elevação do risco ocorrem logo em seguida elevações da taxa SELIC. Assim como quando o risco-país entra em uma tendência de queda e parece ser acompanhado pela taxa de juros.

GRÁFICO 6 - RELAÇÃO ENTRE A TAXA DE JUROS DE CURTO PRAZO (SELIC) E O RISCO BRASIL (EMBI+) - JANEIRO 2002 – AGOSTO 2007



FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA

Porém, como se verá a seguir, a análise mais detalhada desta relação mostrará que ocorrem variações muito grandes do índice de risco enquanto que a taxa de juros permanece constante.

Há uma certa controvérsia entre os autores no que consiste a relação de causalidade entre taxa de juros e risco-país. Muitos acreditam que o risco influencia os juros, mas, durante a pesquisa, alguns autores mencionavam que a influência era na direção juros – risco.

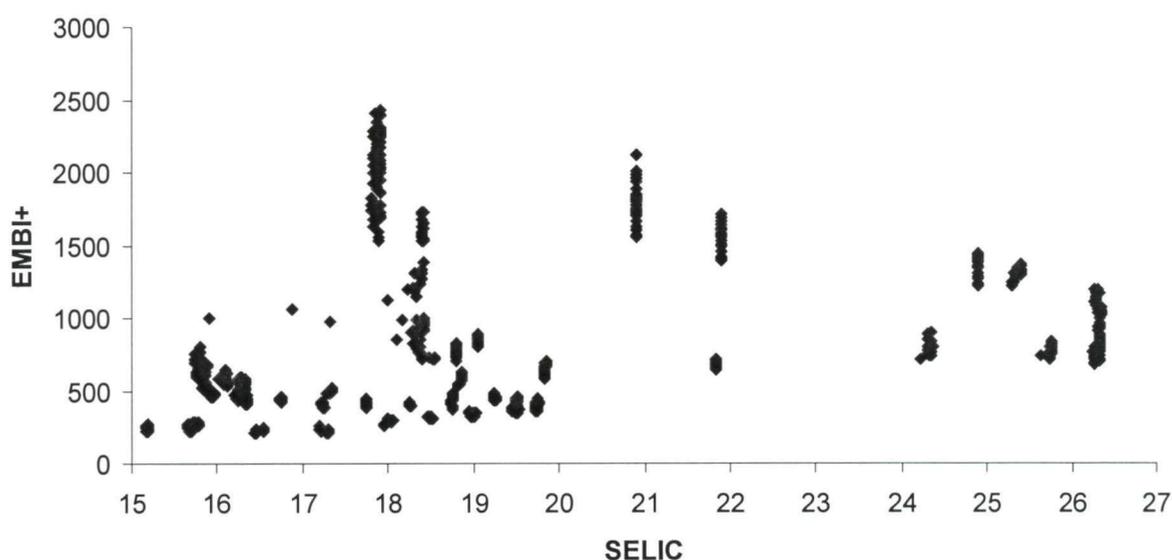
PASTORE & PINOTTI (2002) discutem o porquê dos juros reais brasileiros serem tão altos, destacando problemas históricos de descumprimento de metas e contratos, e descartam a possibilidade de uma relação de causalidade entre a taxa de juros e o risco-Brasil, relação esta defendida por muitos autores.

Ao fazer uma análise um pouco mais detalhada a respeito destes dois indicadores, como o gráfico de dispersão adaptado abaixo pode mostrar, não se encontra uma tendência clara quando se correlaciona a taxa SELIC e o EMBI+ para o Brasil no período de 2002 a 2007.

Observando o gráfico, pode-se notar que quando a taxa de juros nominal se encontrava constante em 18%, o risco-Brasil flutuou entre 1500 e 2400 pontos base. A

uma taxa de juros constante de 21%, o risco varia de 1500 a aproximadamente 2000 pontos. Para PASTORE & PINOTTI (2002), diante deste gráfico, não se pode dizer que o risco-Brasil se altera com variações na taxa SELIC. Mesmo quando a análise é feita com base nos juros reais, o resultado é o mesmo, ou seja, não se encontra uma correlação positiva e nem indicações de causalidade.

GRÁFICO 7 - DIAGRAMA DE DISPERSÃO ENTRE A TAXA DE JUROS (SELIC) E O RISCO BRASIL (EMBI+) – JANEIRO 2002 – AGOSTO 2007

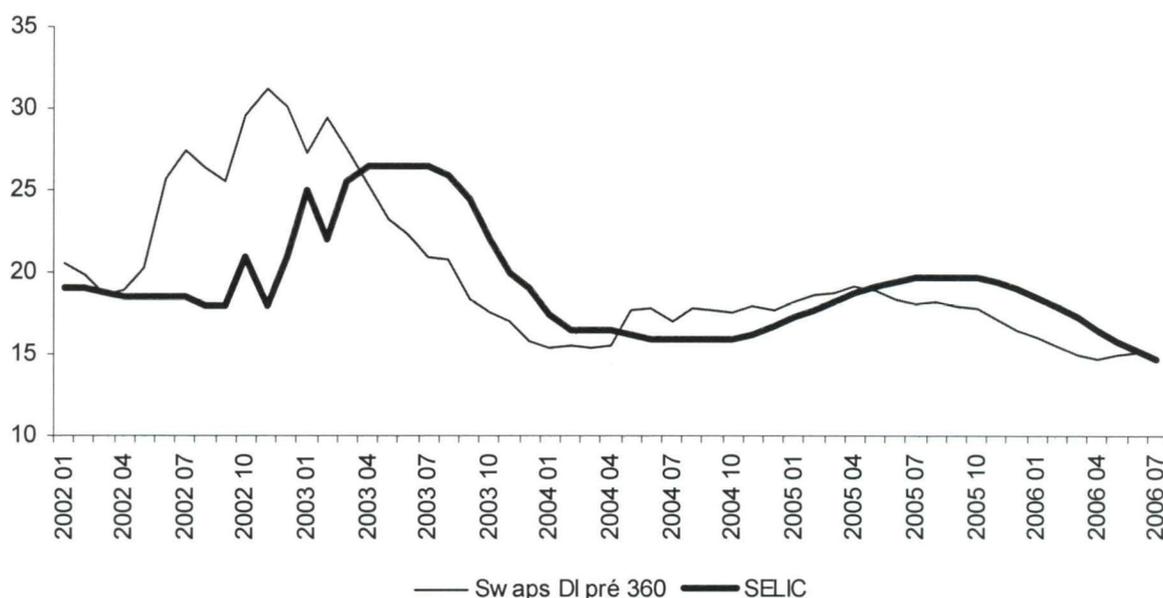


FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA

Entretanto, a SELIC não é a única taxa de juros do país, nem a mais e nem a menos importante. Existe a taxa de juros de longo prazo, 360 dias, que é utilizada pelos bancos para empréstimos ao consumidor e financiamentos, sendo mais importante do que a SELIC na correlação com o risco.

Através do gráfico 8, de acordo com dados do IPEA, percebe-se que a taxa longa oscilou muito mais no período analisado do que a taxa de curto prazo. No período das eleições presidenciais, em meados do ano de 2002, os juros de longo prazo chegaram a mais de 30%, enquanto que a SELIC mantinha-se oscilante na casa dos 18%.

GRÁFICO 8 – TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO (SWAP PRE-FIXADO 360 DIAS) VERSUS TAXA DE JUROS DE CURTO PRAZO (SELIC) – JANEIRO 2002 – JULHO 2006



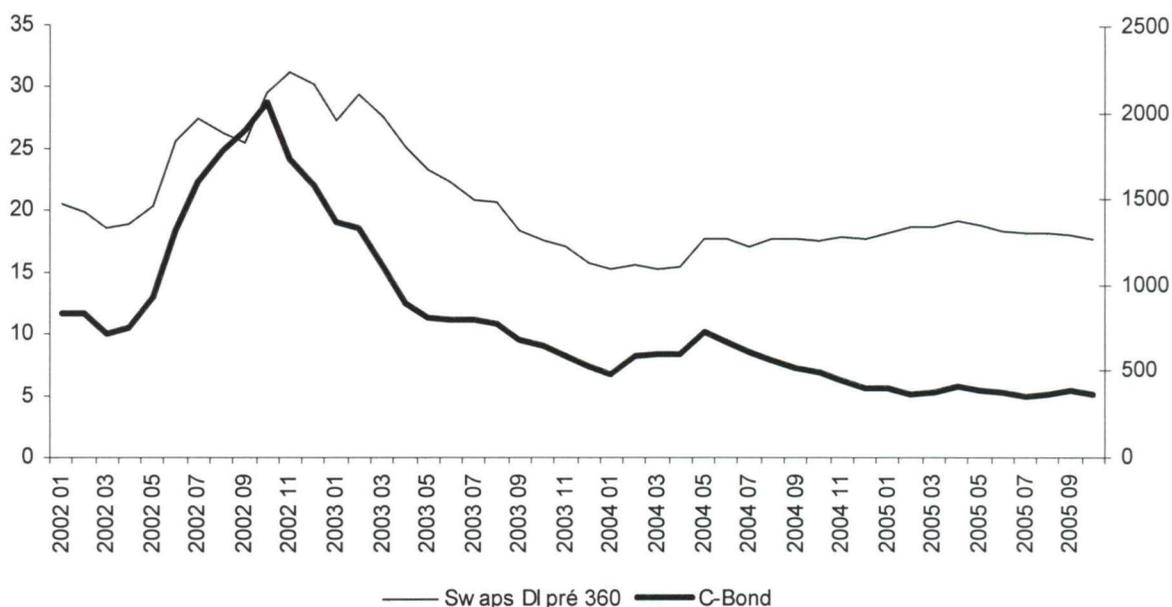
FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA

Para PASTORE & PINOTTI (2002), quando o mercado percebe riscos como desvalorização cambial ou aumento adicional dos juros ele embute essa diferença na taxa de juros. Isto pode ser comprovado através do gráfico a seguir, no qual estão relacionados os juros de longo prazo, *swaps* DI pré-fixados 360 dias, e o risco-Brasil, medido pelo spread dos *C-Bonds*.

Quando sobrepostas as linhas referentes a taxa de juros de longo prazo e a de risco-país no gráfico 9, nota-se uma relação muito mais estreita entre as variáveis do que aquela em que são relacionadas as linhas de risco-país e de juros de curto prazo, conforme os autores discutem.

No período de crise de confiança vivido pelo Brasil à época das eleições as duas variáveis se elevaram praticamente ao mesmo tempo e na mesma direção, ao passo que, passada a crise, elas tomaram uma tendência de queda oscilando de maneira muito parecida ao longo do período analisado.

GRÁFICO 9 – COMPARAÇÃO ENTRE A TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO (SWAPS DI PRÉ 360) E RISCO BRASIL (C-BONDS) – JANEIRO 2002 – SETEMBRO 2007



FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA

Verifica-se assim que, quando cresce o risco Brasil, aumenta o juro de 360 dias. Ou seja, para os autores, existe sim uma correlação entre a taxa de juros e o risco-Brasil, porém a relação é com a taxa de longo prazo e é esta que influencia o risco, e não o contrário.

Esta relação de causalidade também é encontrada em GARCIA & DIDIER (2003), os quais utilizam a equação abaixo para decompor a taxa de juros doméstica para mercados emergentes:

$$i = i^* + (f - s) + rp$$

Onde i é a taxa de juros interna, i^* é a taxa de juros externa, $(f - s)$ é o logaritmo futuro subtraído do logaritmo do valor atual do dólar e rp é o risco-país. Nota-se que a relação de causalidade é no sentido do risco-país para a taxa de juros, e não o inverso.

TABELA 2 - TAXAS DE JUROS E RISCO PAÍS NO BRASIL – JANEIRO 2002 – JULHO 2006

	jan/02	jan/03	jan/04	jan/05	jan/06	jul/06
SELIC	19	25	17,5	17,25	18,5	14,75
SWAPS PRÉ 360	20,48	27,3	15,35	18,31	16,05	14,57
C-BOND	838,41	1363,6	478,21	394,4	243	209

FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA

Os dados da tabela mostram que a SELIC teve um aumento expressivo de janeiro de 2002 a janeiro de 2003, bem como a taxa de juros de longo prazo e o indicador de risco-país. Após este período de forte alta, os juros foram sofrendo constantes quedas devido a redução na percepção de risco dos investidores internacionais, sendo que em julho de 2006 o indicador de risco já se encontrava em patamares muito menores ao encontrado no início do período, atingindo 209 pontos base, enquanto os juros de longo e de curto prazo pareciam andar juntos, à 14,57% e 14,75%, respectivamente.

No momento da elaboração deste trabalho, o Brasil deixava de ocupar a insatisfatória liderança no ranking mundial das taxas de juros, com uma taxa real de 7,7%, sendo ultrapassado pela Turquia, com 8,2%. Porém, mesmo com a redução dos juros reais, o Brasil ainda permanece com taxas bem superiores à de outros países emergentes. A diferença entre o Brasil e o terceiro colocado ainda é muito elevada. No ranking elaborado pela agência UpTrend Consultoria Econômica, aparece em terceiro lugar Israel (4,6%), seguido por Filipinas (4,1%), Austrália (3,9%) e México (3,4%).

Portanto, a conclusão a que se chega é que o risco-país e os juros tem uma relação muito estreita, sendo que estes são influenciados pela percepção de risco dos investidores, os quais exigem uma maior remuneração para aplicar nos títulos de países emergentes como o Brasil, e não o contrário.

Conforme comenta PASTORE & PINOTTI (2002), muitos autores acreditam numa influência dos juros no índice de risco dizendo que sempre que o Banco Central

eleva os juros o risco-país aumenta. Porém, pela análise descritiva proposta pelo presente trabalho através da evolução histórica tanto dos juros de curto e longo prazo quanto do risco-país, as evidências mostram que a influência é muito maior deste sobre a remuneração dos títulos brasileiros.

Portanto, a partir do objetivo deste trabalho que busca os determinantes da queda da percepção de risco dos investidores, ou seja, do risco-Brasil, a taxa de juros não pode ser considerada uma variável influente no período analisado, na medida em que ela é muito mais influenciada do que na verdade influencia.

4.2 INFLAÇÃO

Um outro motivo dos juros serem tão altos no país é o passado não muito distante de elevadas taxas de inflação da economia brasileira. Após a implantação do sistema de câmbio flutuante, o Brasil adotou em meados de 1999 o sistema de metas de inflação, de modo a tentar controlar os níveis de preços. Para atingir a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional, o governo utiliza a taxa de juros que é definida através de reuniões entre os membros do Comitê de Política Monetária (COPOM).

Ao reduzir os juros, o Banco Central estimula o consumo e, ao elevá-los, impede o crescimento dos gastos da população e, conseqüentemente, da inflação. Ao perseguir estas metas, os juros acabam se tornando demasiadamente elevados, prejudicando o crescimento da economia brasileira. A meta estabelecida para 2007 é de 4,5%, aceitando-se uma margem de tolerância de dois pontos percentuais. O Brasil vem conseguindo manter a inflação controlada, abaixo da meta, dando vez a uma redução mais acelerada dos juros. É muito importante manter a estabilidade dos preços na economia, pois um aumento no nível geral de preços acarreta uma série de problemas ao país.

O poder de compra é afetado por uma inflação alta trazendo empobrecimento a parcela assalariada da população. Além disso, em um ambiente inflacionário ocorre uma transferência de renda das classes sociais mais baixas para aquelas classes mais altas, contribuindo ainda mais para o empobrecimento da população. Os investimentos

são afetados negativamente devido à imprevisibilidade causada pela inflação, gerando queda no nível de crescimento econômico. Para piorar, o balanço de pagamentos também sofre influência do aumento de preços no sentido de que se a inflação interna for maior do que à externa, ocorre uma redução nas exportações e um aumento das importações, devido ao produto nacional ficar mais caro que o produto importado, contribuindo para o aumento do déficit do Balanço de Pagamentos.

A maioria dos trabalhos que tentam explicar as oscilações do risco-país, a inflação está presente como uma das variáveis mais importantes. Através da leitura destes estudos considera-se que um país com altas taxas de inflação reflete a existência de problemas estruturais em suas contas públicas. Segundo SOUZA (1998, p. 39) “Quando o governo torna-se incapaz de cumprir com as despesas orçamentárias, isso leva ao imposto inflacionário”.

Analisando a evolução da inflação brasileira conclui-se que esta variável pode ser considerada de forte influência na redução do risco-Brasil no período analisado. Segundo o IPEA, a inflação anual brasileira que era de 12,53% em 2002, foi sendo reduzida até chegar à 3,14% em 2006. Ou seja, uma forte queda da inflação no mesmo período da queda do nível de risco percebido pelos investidores.

4.3 SOLVÊNCIA EXTERNA E SOLVÊNCIA FISCAL

Para que o país consiga atravessar momentos de turbulência internacional sem prejuízos para sua economia é importante que sua situação externa e fiscal esteja em situação favorável. Esta seção tem o objetivo de analisar a solvência externa e fiscal brasileira ao longo do período analisado e observar sua contribuição de fato à queda do índice de risco-Brasil.

4.3.1 Saldo Comercial e Reservas Internacionais

Um indicador de solvência externa importante na determinação do risco-Brasil é o saldo na conta de transações de bens e serviços. Para DOMIT (2004), quanto maior for o saldo comercial de um país, menor é sua dependência de capitais de curto prazo

para o fechamento do balanço de pagamentos. Ela comenta ainda que como a atração de capitais pressupõe uma boa remuneração, quanto menor a necessidade de atrair tais capitais, menor a necessidade de manter juros elevados.

Da mesma forma, menor o impacto de uma saída desses capitais de curto prazo na taxa de câmbio e na inflação. A tabela 3 demonstra a evolução da balança comercial brasileira para um período curto de tempo, de Janeiro de 2006 a Maio de 2007.

TABELA 3 – VARIAÇÃO DA BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA – JANEIRO 2006 – MAIO 2007 (US\$ MILHÕES)

	jan-mai/07	jan-mai/06	%
EXPORTAÇÕES	60.097	49.594	21,20
IMPORTAÇÕES	43.243	34.141	26,70
SALDO	16.854	15.453	9,10

FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA
Elaboração: Própria

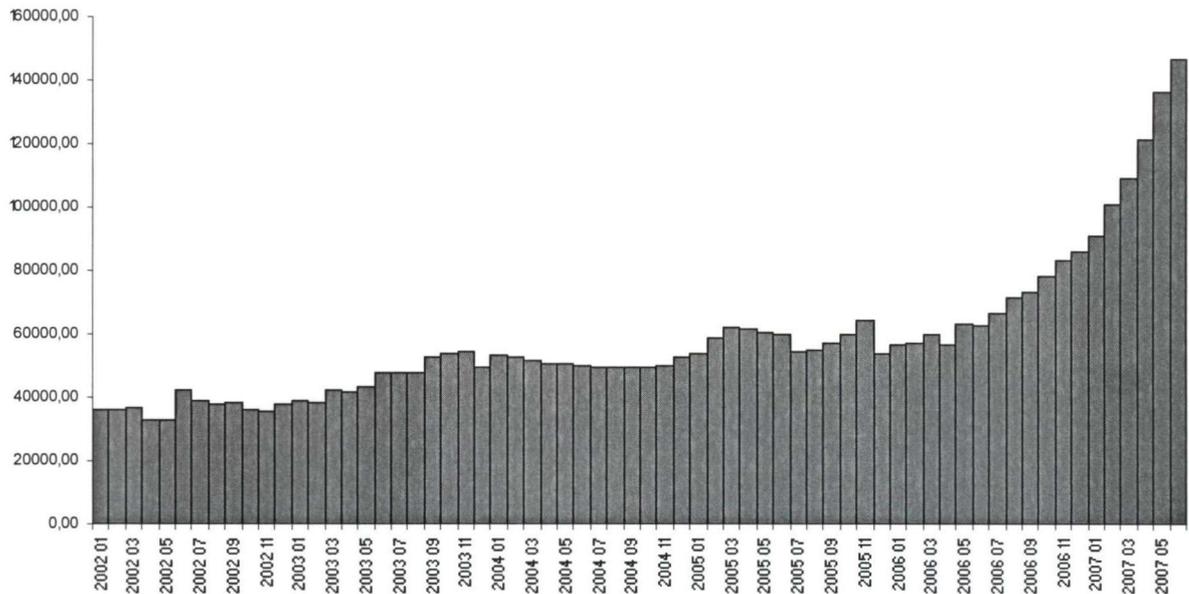
A tabela 3 demonstra através de dados do IPEA que tanto as exportações quanto as importações brasileiras tiveram uma taxa de aumento parecida no período de janeiro a maio de 2006 a janeiro a maio de 2007, numa média de 24%, demonstrando certo equilíbrio. Além disto, o saldo comercial obteve crescimento de 9,1% no período, ajudando a elevar o nível de reservas internacionais.

Porém, quando se analisam os dados fornecidos pelo Banco Mundial para um período mais longo, percebe-se uma evolução muito maior das exportações brasileiras que saíram em 2002 de um valor de 10% para 14,7% do PIB em 2006. Um aumento bastante relevante considerando que as importações se mantiveram no patamar de 11,7% do PIB no mesmo período.

Com um balanço de pagamentos fortalecido devido aos superávits comerciais recordes e pelos ingressos de capitais, tem havido no Brasil um grande acúmulo de reservas internacionais, como observado no gráfico 10, e redução do endividamento externo, principalmente do setor público.

Dessa forma, amplia-se o grau de sustentabilidade externa dando condições a uma melhoria expressiva na percepção de risco quanto ao mercado brasileiro, evidenciado pela redução do risco-país.

GRÁFICO 10 - RESERVAS INTERNACIONAIS – LIQUIDEZ INTERNACIONAL (US\$ MILHÕES) – JANEIRO 2002 – JULHO 2007



FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA

As reservas internacionais saíram de um patamar relativamente baixo no início de 2002, US\$ 36.167 milhões, para alcançar US\$ 155.910 em Julho de 2007. De meados de 2006 em diante, as reservas vem crescendo de forma exponencial, conforme o gráfico 10 pode demonstrar.

Pela trajetória favorável das reservas internacionais, as quais tiveram um crescimento consideravelmente alto, pode-se concluir através de uma análise puramente descritiva e através da ajuda do gráfico que esta variável teve influência positiva para a redução no indicador de risco-Brasil, conforme a literatura demonstra em OKS & PADILHA (2000), que encontraram uma relação significativa desta variável para o caso da Argentina, e ao contrário de SANTOS (2004), que não encontrou uma correlação das reservas internacionais com o risco-país para o caso do Brasil no período de 1994 a 2003.

TABELA 4 - INDICADORES MACROECONOMICOS BRASILEIROS – 2002 – 2007

INDICADORES MACROECONOMICOS	2002	2006
CARGA TRIBUTÁRIA/PIB %	36	38
DIVIDA LÍQUIDA/PIB %	56	50
SUPERÁVIT PRIMÁRIO/PIB %	4	4
DÉFICIT NOMINAL/PIB %	10	3
DIVIDA EXTERNA/EXPORTAÇÃO	3	1
SERV. DÍVIDA EXTERNA/EXPORTAÇÕES %	71	36
CRESCIMENTO PIB %	2	3

FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, IBGE
Elaboração: Própria

Analisando a tabela acima vemos uma significativa melhora dos indicadores macroeconômicos que certamente vem contribuindo para a queda do risco-país no período analisado.

A dívida líquida como percentual do PIB, o déficit nominal como percentual do PIB, a dívida externa sobre as exportações e o serviço da dívida externa dividido pelas exportações apresentaram boa evolução ao longo dos anos. O PIB apresentou evolução em comparação a 2002, porém muito pouco pelo que se espera de uma economia do tamanho do Brasil e quando comparado com outras economias emergentes. Houve um aumento da carga tributária com relação ao PIB de 36% para 38% no período e o superávit primário como proporção do PIB manteve-se constante.

Assim, de uma maneira geral, a redução da percepção de risco no cenário internacional sobre o mercado de títulos brasileiro pode ser em parte explicada por uma evolução positiva nestes indicadores macroeconômicos brasileiros.

Cabe lembrar novamente que o estudo realizado se restringe a analisar de maneira estritamente descritiva o problema em questão, sendo que não se descarta a possibilidade de se encontrar resultados diferentes através de um estudo mais aprofundado.

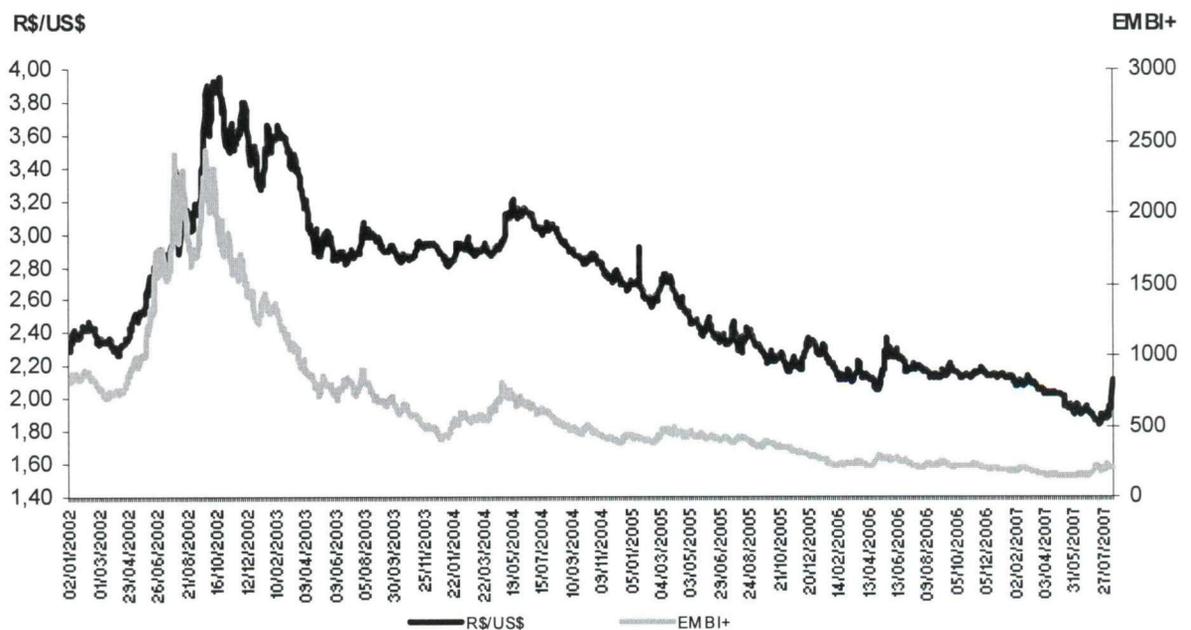
4.3.2 Risco Brasil e Sua Relação com a Taxa de Câmbio

Em uma economia com perfeita mobilidade de capitais, o risco-Brasil e a taxa de câmbio R\$/US\$ tendem a ser altamente correlacionados, conforme o gráfico abaixo pode demonstrar. O capital tende a se mover para onde ele é mais bem remunerado.

As linhas referentes ao EMBI+ e a taxa de câmbio parecem seguir movimentos homogêneos ao longo do tempo, conforme demonstra o gráfico 14. Segundo o Banco Central, “(...) variações da percepção de risco soberano em geral são acompanhadas por variações nas entradas líquidas de capitais, contribuindo para apreciar ou depreciar a taxa de câmbio”.

Dessa maneira, o aumento na percepção de risco por parte dos investidores gera fuga de capitais fazendo com que a taxa de câmbio se deprecie. Para SILBER (2007), uma rápida comparação entre as trajetórias destas duas variáveis são suficientes para constatar que a trajetória de uma foi a trajetória da outra. As grandes desvalorizações no início do período coincidem com a rápida deterioração da confiança no país, trazendo fortes desvalorizações cambiais.

GRÁFICO 11 - RELAÇÃO RISCO-BRASIL (EMBI+) X CÂMBIO (R\$/US\$) – JANEIRO 2002 – JULHO 2007



FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA

Segundo trabalho realizado por MIN (1998), a taxa de câmbio real se apresentou significativa e positiva para o período no qual o autor se propôs a analisar, entre 1991 e 1995. O gráfico acima mostra que o risco-país parece acompanhar às variações da taxa de câmbio real no período de 2002 a 2007, acompanhando a literatura. No período das eleições, o câmbio sofreu uma forte apreciação, assim como o risco-país se elevou de forma histórica. No período de máxima do risco-Brasil, quando chegou a impressionantes 2436 pontos base, a taxa de câmbio chegou ao valor de R\$ 3,9544. A seguir, o câmbio seguiu uma tendência de queda, acompanhado pelo EMBI+.

Segundo o Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, o IEDI, a queda na taxa de câmbio tem uma explicação: a política monetária, que não acompanhou proporcionalmente a redução da percepção de risco-país, gerou margem para arbitragem, com baixo risco, pelo diferencial de taxas, pressionando o mercado de câmbio à vista para a apreciação.

Ao descrever tal processo, observa-se que, em momentos de crise, a política monetária tem de seguir mais sistematicamente a evolução da percepção de risco-país. Caso contrário haverá forte depreciação da moeda ou uma forte perda de reservas internacionais por conta da substituição de ativos denominados em reais para ativos estrangeiros.

Portanto, chega-se a conclusão através de uma análise estritamente descritiva e de comparação através do gráfico que o risco-Brasil teve forte influência na variação da taxa de câmbio no período definido entre 2002 a início de 2007, demonstrando uma alta correlação entre estas duas variáveis. De tal maneira, este indicador não pode ser considerado significativo para a queda do índice EMBI+, já que o sentido da influência vai do risco para o câmbio, e não o contrário.

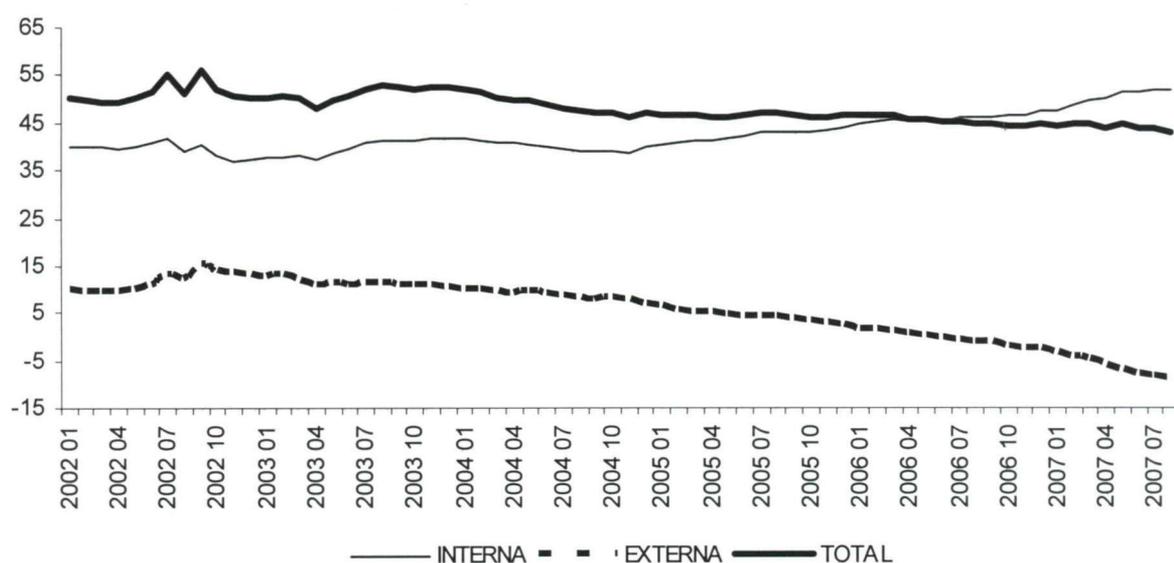
4.3.3 A Dívida Pública Brasileira

Segundo o DIEESE, a dívida pública é contraída com o objetivo de financiar parte dos gastos do governo que não são cobertos via arrecadação de impostos, bem como para controlar o nível de atividade econômica. É usada ainda como forma de

captação de dólares no mercado internacional. Uma forma de se avaliar a dívida de um país é comparando-a com o PIB, na forma Dívida/PIB.

Abaixo se encontra um gráfico mostrando esta relação para o Brasil no período de 2002 a meados de 2007. Como se pode ver no gráfico 11 a dívida pública total brasileira vem sendo reduzida de forma gradual durante o período analisado. Apesar do aumento da dívida pública interna, a forte queda da dívida externa veio a contribuir com a redução da dívida total brasileira como percentual do PIB.

GRÁFICO 12 - DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA BRASILEIRA (% PIB) – JANEIRO 2002 – MAIO 2007



FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA

Porém, esta relação Dívida/PIB não é suficiente para indicar a real situação de insolvência de um país devido ao fato de não levar em consideração, por exemplo, a taxa de juros e o prazo da dívida. Mesmo assim, a dívida brasileira encontra-se num patamar até certo ponto elevado (aproximadamente 50% do PIB), considerado arriscado devido ao perfil de curto prazo. Quando esta relação cresce os investidores, para se proteger, passam a procurar outros ativos acreditando na incapacidade do governo de saldar seus compromissos.

A taxa de juros tem forte influência sobre a dívida pública. Como boa parte da dívida está atrelada à taxa básica de juros, a SELIC, quando ocorre um aumento desta taxa o impacto sobre o montante da dívida é imediato. O governo passa a gastar mais

com o pagamento de juros. Um nível muito alto de endividamento de um país trás sérias conseqüências no sentido de que diminui o crescimento econômico pelo fato de o governo ter de gerar constantes e elevados superávits primários, comprometendo a capacidade de gastos e investimentos do governo. Atualmente, o Brasil vem tentando controlar a inflação via taxa de juros, o que acaba comprometendo o montante da dívida devido à sua grande parcela indexada a SELIC.

Para contrabalançar este efeito negativo, o governo tenta gerar elevados superávits primários a fim de reduzir suas despesas com a dívida, porém encontra mais problemas com esta ação, pois ela trás negativos à economia como redução dos gastos sociais e investimentos e aumento dos tributos pagos pela população.

Considera-se superávit primário a receita menos a despesa do governo antes do pagamento dos juros da dívida pública interna e externa. É assim denominado para diferenciar-se do superávit total que inclui o pagamento destes juros. Para que o País sinalize que tem condições de honrar seus compromissos, o governo precisa reduzir a dívida como proporção do PIB e, para tanto, tem usado a forma de superávits primários para alcançar seu objetivo de redução do montante. Para tanto, o governo tem mantido políticas de metas de superávits primários elevadas (em 2005 era de 4,5% do PIB) que na verdade não tem tido muito efeito.

TABELA 5 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA – DEZ/2000 – OUT/2005

Tipo de Indexador	Dezembro de 2000	Dezembro de 2004	Outubro de 2005
Câmbio	22,3	5,2	3,1
TR	4,7	3,1	3,1
IGP-M	1,6	9,9	8,2
Over-Selic	52,2	57,1	56,4
Pré-Fixado	14,8	19,7	23,6
IGP-DI	4,4	1,8	1,2
IPCA	-	3,1	4,4
TOTAL	100	100	100
Total (R\$ milhões)	510.698	810.264	937.339

FONTE: BACEN
Elaboração: Própria

Na tabela, destaca-se a elevação dos títulos prefixados e os indexados ao nível de preços e, também, a redução quase que por completo da dívida indexada a taxa de câmbio, caindo de 22,3% em 2000 para 3,1% em 2005. Para KAWALL, ROBOTTON & DUPITA (2004), “são extremamente positivos tanto o rápido processo de redução da exposição cambial da dívida interna como o aumento relativo da participação de títulos pré-fixados e indexados à inflação”. Este fato ajuda a demonstrar que a percepção de risco dos investidores com relação aos títulos brasileiros vem diminuindo a cada ano, contribuindo para a queda significativa do índice EMBI+ ocorrida de 2002, quando atingiu seu maior nível histórico, até início de 2007.

Segundo GARCIA (2005), a dívida indexada ao dólar, que outrora já representou dois terços da dívida, vem sendo reduzida positivamente, sendo substituída por dívida prefixada em reais. Conforme demonstra a tabela, a participação em 2005 do passivo prefixado foi de 23,6%. Todavia, segundo GARCIA (2005), é importante reduzir o montante da dívida vinculado à moeda estrangeira e, também, à SELIC, pois, em momentos de crise, estes indexadores se tornam prejudiciais a economia.

Numa crise internacional, por exemplo, a tendência é de ocorrer fuga de capitais do país, causando recessão e depreciação cambial. Numa situação como essa, o Banco Central tende a aumentar a taxa de juros para suavizar a saída de capitais e evitar que a recessão se torne incontrolável devido a uma depreciação ainda maior.

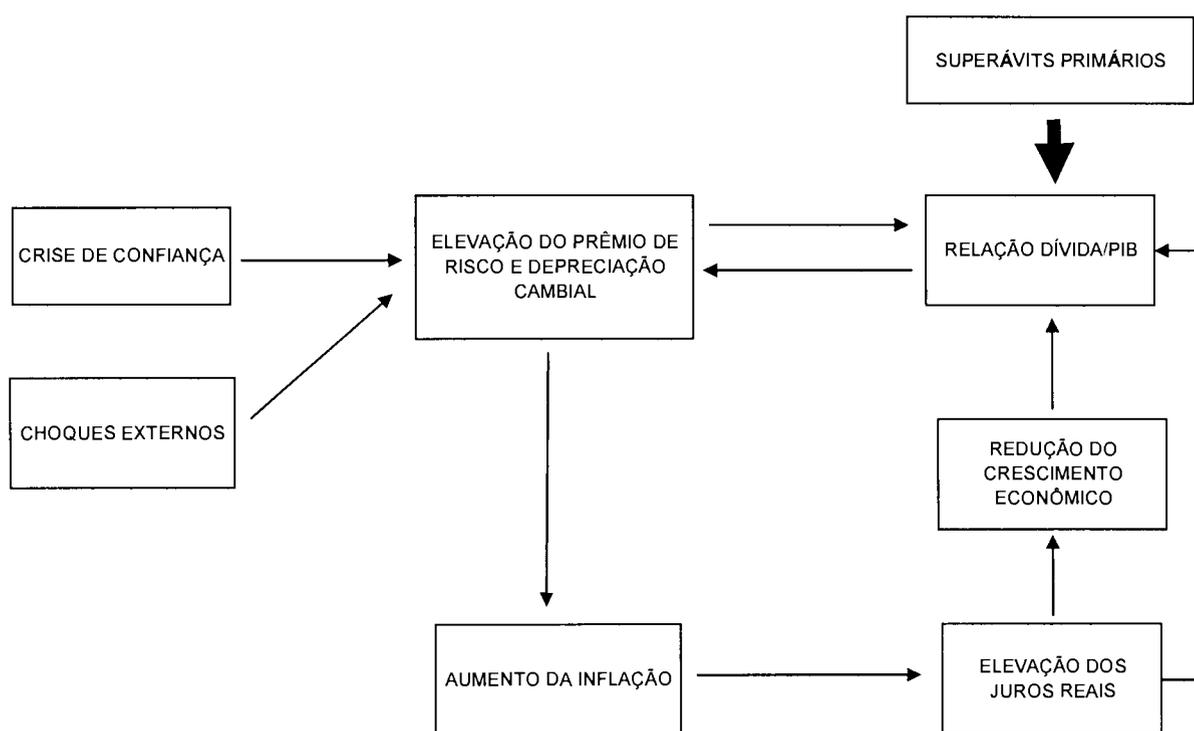
Sendo assim, a indexação à estes indicadores deixa o país, em momentos de crise, muito mais vulnerável, piorando sua situação fiscal. Um diagrama encontrado em PASTORE & PINOTTI (2005) ilustra melhor esta situação. Para os autores, a falta de uma rígida política fiscal gera uma série de fatos interligados diante de uma crise de confiança do governo ou um choque externo.

Nesta situação o prêmio de risco se eleva e a taxa de câmbio é depreciada, dando origem a outros eventos. A depreciação cambial irá elevar o nível de inflação que para ser controlada faz com que o Banco Central eleve a taxa de juros. Esta ação do governo reduz o crescimento do PIB e eleva a relação dívida/PIB. Posteriormente, a depreciação cambial também gera efeitos negativos sobre a relação dívida/PIB,

aumentando a percepção de risco dos investidores, retraindo o fluxo de capitais e gerando, mais uma vez, uma nova depreciação cambial.

Para tentar travar estes efeitos ou mesmo apenas suaviza-lo, é necessária a geração de superávits primários suficientemente elevados a fim de reduzir a relação dívida/PIB, o que, conforme exposto anteriormente, vem sendo obtido pelo governo brasileiro.

FIGURA 1 – CONDIÇÕES MACROECONÔMICAS: POLÍTICA FISCAL E BALANÇA DE PAGAMENTOS



Fonte: PASTORE & PINOTTI (2005)

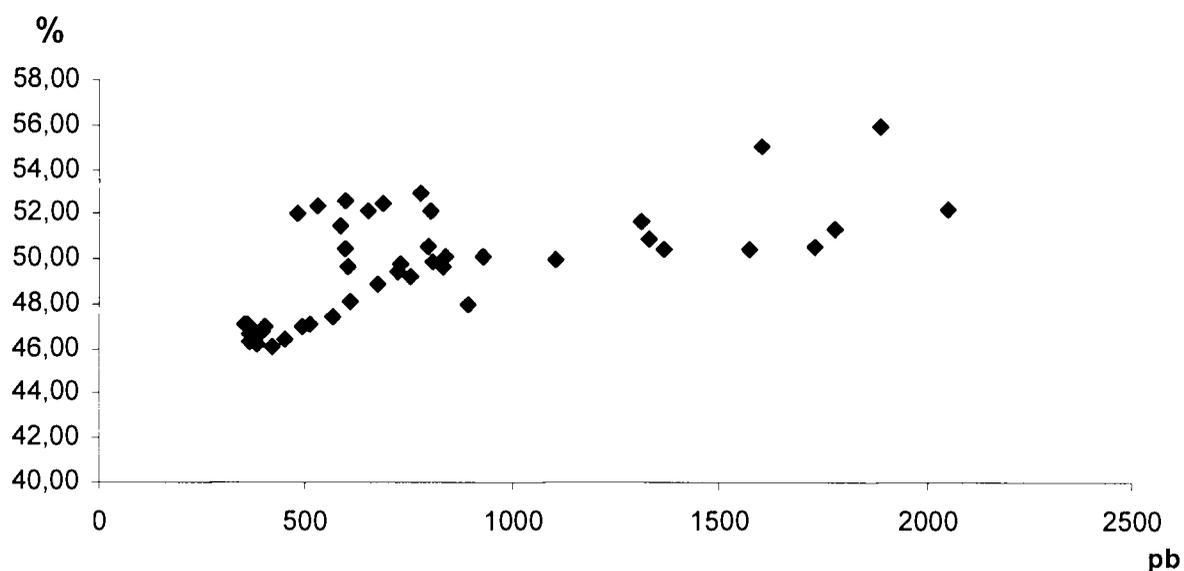
Elaboração: própria

Para o período analisado, o gráfico 12 é útil no sentido de demonstrar uma correlação positiva entre o risco-Brasil e a relação dívida/PIB. Nota-se, através dele, que conforme o risco aumenta a relação referente ao endividamento do país também se eleva.

Fica clara a correlação, porém, observa-se que ela não é tão alta. Entretanto, essa correlação positiva foi também observada nos estudos empíricos de EDWARDS (1986), EICHENGREEN & MODY (1998) e MIN (1998), quando tentaram encontrar

as variáveis influentes nas variações do risco soberano. Ao contrário, porém, foi o resultado encontrado por OKS & PADILHA (2000) ao analisarem os *spreads* no mercado secundário de títulos da dívida externa da Argentina entre 1994 e 1999, quando esta variável não se mostrou significativa.

GRÁFICO 13 – GRÁFICO DE DISPERSÃO ENTRE A DÍVIDA PÚBLICA/PIB E O RISCO BRASIL (EMBI+) – JANEIRO 2002 – MAIO 2007

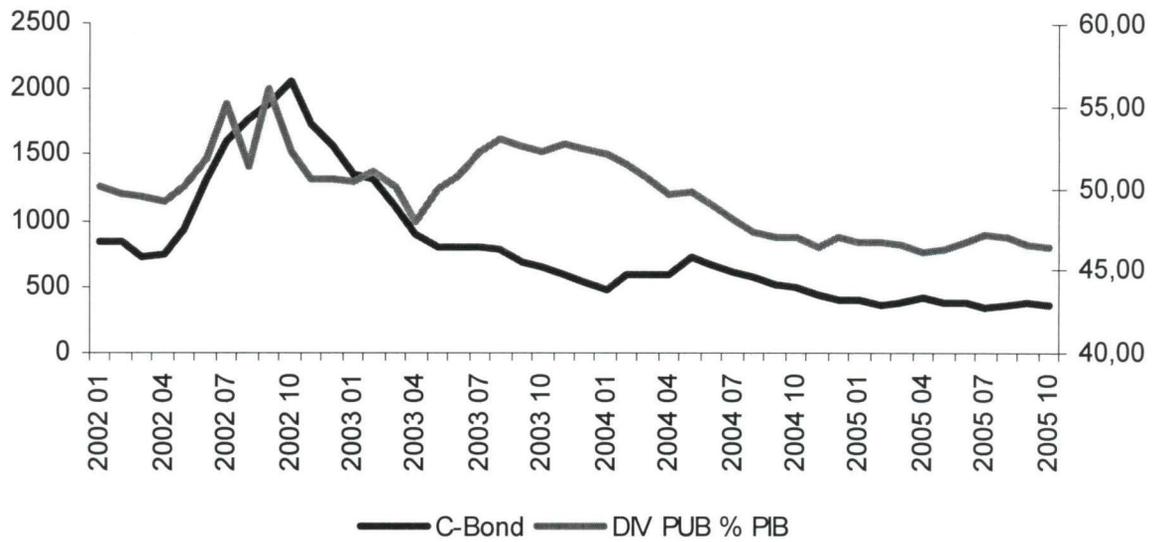


FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA

A partir desta análise, ou seja, de acordo com a maioria dos autores que dizem que a relação dívida pública/PIB afeta as variações do risco, cabe agora analisar estas variáveis em outro gráfico para ver se a influencia ocorre para o caso brasileiro.

Observando o gráfico 13, percebe-se que estas duas variáveis realmente parecem seguir uma mesma trajetória em determinados períodos, apesar de alguns desvios em determinados momentos. No período eleitoral, as duas variáveis se elevam apesar de uma maior oscilação da relação dívida/PIB. Em meados de 2003 e início de 2004, há um distanciamento entre as variáveis, mas que logo em seguida é eliminado pela redução da dívida/PIB, que passa a caminhar da mesma forma que o índice de risco.

GRÁFICO 14 – COMPARAÇÃO ENTRE A DÍVIDA PÚBLICA/PIB E O RISCO BRASIL (C-BONDS) – JANEIRO 2002 – OUTUBRO 2005



FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA

Analisando os gráficos, tanto o de dispersão como o de comparação entre as variáveis de risco e de dívida/PIB, pode-se concluir que, conforme EDWARDS (1986), EICHENGREEN & MODY (1998) e MIN (1998) e, visto o aumento do percentual da dívida indexada aos títulos pré-fixados e à inflação, assim como uma forte redução no componente da dívida indexada ao câmbio, a relação dívida/PIB teve sim influência na queda do risco-Brasil no período de 2002 a início de 2007 por tudo o que foi exposto neste capítulo.

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve o intuito de encontrar as principais variáveis internas influentes na redução do risco-Brasil no período de 2002 a início de 2007. Através de uma análise descritiva e com a ajuda de gráficos, o trabalho se desenvolveu a partir da crise de confiança sofrida pelo país pouco antes das eleições presidenciais. Passado este momento de expectativa à respeito da possível eleição de um candidato político de esquerda, o risco-Brasil que atingira níveis elevados históricos passou a declinar-se diante de uma evolução positiva dos fundamentos macroeconômicos brasileiros e de uma política econômica mais rígida imposta pelo governo Lula, que surpreendeu os mais pessimistas.

A análise das variáveis mostrou que o percentual da dívida com relação ao PIB vem diminuindo ao longo do tempo e que as reservas internacionais estão em seu maior nível da história. Além disso, a dívida não está mais tão fortemente vinculada à taxa de câmbio e seu percentual indexado aos títulos pré-fixados aumentou no período analisado, demonstrando uma maior confiança dos investidores. Houve uma melhoria nas contas externas verificada pelo aumento do volume de exportação e importação que triplicou desde 2002, e pelo aumento considerável das reservas internacionais. A inflação está controlada e o real valorizado. Tudo indica que o país está próximo do título de investment grade, o que conforme dito em capítulos anteriores traria grandes benefícios ao Brasil.

Esta evolução recente da economia brasileira trás boas perspectivas em relação ao futuro, no que diz respeito a atração de investimentos e ao crescimento econômico do Brasil. Temos ainda uma taxa de juros muito elevada quando comparada a outras economias emergentes, mesmo com a seqüência de cortes promovida pelo Banco Central. Porém, a proximidade do título de país de baixo risco de calote pode motivar uma redução mais acelerada desta taxa, como ocorreu no México.

O estudo das variáveis influentes no risco-Brasil é muito importante para o país no sentido de que torna conhecidos os pontos cujos quais devem ser focados para aumentar a credibilidade da economia junto ao investidor e tornar o país mais resistente a turbulências vindas do cenário externo. Fica claro também que reformas

estruturais devem fazer parte do plano de governo para que se fortaleçam as regras de jogo da economia.

Apesar de esta análise ter sido efetuada de forma descritiva ela serve como uma boa base para um aprofundamento em questões mais específicas no estudo do Risco-país. Contudo, a melhora das principais variáveis explicativas respondem com algum grau de confiança a redução do risco percebido pelos investidores, fechando com o objetivo principal deste trabalho.

REFERÊNCIAS

ARORA, V. MARTIN, C. **How does U.S. monetary policy influence sovereign spreads in emerging markets.** IMF Staff Papers, 2001

BARROS, O. **Reavaliação do risco-Brasil: A visão das instituições financeiras.** São Paulo: DEPEC/BRADESCO, 2004. Disponível em: <www.fgv.br/fgvportal/centros/arq/RiscoBrasil_Barros_BancoBradesco.ppt> Acesso em: 16 jun 2007.

CASTANHAR, J. C. **Política econômica no primeiro ano do governo Lula: os desafios da transição e as alternativas para o futuro.** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2003.

CBONDS - Bond Market Information. Disponível em: <http://www.cbonds.info/index/index_detail/group_id/1/> Acesso em: 12 fev 2007.

CIDAC – Centro de Investigación para el Desarrollo, A.C. Disponível em: <<http://www.cidac.org/portalesp/index.php>> Acesso em: 14 ago 2007.

CURADO, M. CANUTO, O. **Modelos de crises cambiais de “terceira geração” versus fatos estilizados na América Latina.** São Paulo, 2001

DEZORDI, L. L. **Risco-Brasil: mitos e verdades.** Curitiba: Revista FAE Business, n.3, 2002.

DIEESE – Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos. Disponível em: <<http://www.dieese.org.br>> Acesso em: 20 set 2007.

DOMIT, S. **A importância do comércio exterior.** Curitiba: FAE Business School, 2004. Disponível em: <<http://www.fae.edu/intelligentia/opiniao/lerOpiniao.asp?lngIdArtigo=3422&pagina=2>> Acesso em: 14 set 2007

EDWARDS, S. **The pricing of bonds and bank loans international markets: an empirical analysis of developing countries foreign borrowing.** European Economic Review, 1986.

EICHENGREEN, B. ASHOKA, M. **What explains changing spreads on emerging market debt: fundamentals or market sentimentais?** NBER Working Paper, 1998.

GARCIA, M. G. P. DIDIER, T. **Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil.** Rio de Janeiro, 2003.

GARCIA, M. G. P. **É hora de abandonar as muletas da moeda indexada.** Rio de Janeiro: PUC - Rio, 2005. Disponível em: <www.econ.puc-rio.br/.../050909%20É%20hora%20de%20abandonar%20as%20muletas%20da%20moeda%20indexada.pdf> Acesso em: 03 jun 2007.

IEDI – Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. Disponível em: <<http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?tpl=home&UserActiveTemplate=iedi>> Acesso em: 22 set 2007.

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Disponível em <www.ipeadata.gov.br> Acesso em: 19 set 2007.

KAWALL, C. ROBOTTON, M. DUPITA, A. B. **Alongamento da dívida pública e política monetária.** São Paulo, 2004. Disponível em <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/Kawall1.htm>> Acesso em: 30 out 2007

KAMIN, S. B. VON KLEIST, K. **The evolution and determinants of emerging markets credit spreads in the 1990s.** BIS Working Paper, 1999.

MEGALE, C. **Fatores externos e o risco-país.** Rio de Janeiro: BNDES, 2005.

MIN, H. G. **Determinants of emerging market bond spreads: then versus now.** IMF Working Paper, 2000.

OKS, D. PADILLA, G. G. **Determinantes del riesgo país em Argentina, durante 1994-99. El rol de la liquidez sistêmica, factores de contagio e incertidumbre política.** Asociación Argentina de Economía Política (AAEP), 2000.

PASTORE, A. C. PINOTTI, M. C. **A capacidade de crescer e as políticas macroeconômicas.** Rio de Janeiro: Estudos e Pesquisas, n. 18, 2002.

RYFF, T. **Rudimentar, meu caro MAX.** Rio de Janeiro: Fundação CIDE, 2005. Disponível em: <http://www.cide.rj.gov.br/artigos.php?pagina=2&cod_artigo=34> Acesso em: 20 set 2007.

SANTOS, L. P. **A Evolução do Risco Brasil de 1994 à 2003.** Curitiba: UFPR, 2004

ZHANG, X. A. **Testing for moral hazard in emerging markets lending.** IIF Working Paper, 1999.