

# A economia política dos fluxos de capitais brasileiros pós-Plano Real

Divanildo Triches \*  
Soraia Santos da Silva \*\*

*Title: The Political Economy of Brazilian Capital Flows after the Real Plan*

## RESUMO

O presente estudo tem como objetivo investigar algumas questões associadas ao comportamento dos fluxos de capitais da economia brasileira, após a adoção do Real, sob a ótica da abordagem da economia política. Procura-se estudar e identificar os principais atores internacionais e suas atitudes quanto à avaliação dos riscos associados ao movimento de capitais. Esses atores podem ser classificados, quanto à sua finalidade, em seis grupos: Clube de Paris, Clube de Londres, G7, organismos multilaterais, investidores institucionais e agências de classificação de risco. O bom desempenho apresentado pela conta financeira do balanço de pagamentos está diretamente associado à enorme entrada de investimentos externos diretos, principalmente em privatizações de empresas brasileiras. As atitudes mais conservadoras assumidas pelo setor privado e pelos investidores, com o uso de instrumento de proteção de risco permitiram que as crises brasileiras, no pós-Plano Real acontecessem de forma mais moderada. Os fundamentos macroeconômicos da economia brasileira tornaram-se mais robustos no período recente, em função da recuperação da credibilidade do governo no combate da inflação; da rigidez imposta nas contas públicas e, sobretudo, dos aumentos sucessivos de superávits externos.

Palavras-chave: Economia brasileira, economia política, fluxos de capitais, regimes cambiais, grupo de interesse.

## ABSTRACT

The present study investigates some issues related to the behavior of the capital flow in the Brazilian economy from the point of view of political economics after the adoption of the Real. It also identifies the main international players and their attitudes in response to the evaluation of the risk associated with capital flows. These players can be grouped in six categories: Club of Paris, Club of London, G7, multilateral organizations, institutional investors and rating agencies.

---

**Recebido em 10.01.2008. Aceito em 03.04.2008.**

\* Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Professor e Pesquisador no Instituto de Pesquisas Econômicas e Sociais da Universidade de Caxias do Sul (IPES/UCS) e no Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade do Vale do Rio dos Sinos, PPGE/UNISINOS. Av. Unisinos, 950, 93022-000 São Leopoldo, RS (55 51) 3590 8186, Fax (55 51) 3590 8447. E-mails: dtriches@ucs.br. e divanildot@unisinos.br.

\*\* Doutora em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Professora e pesquisadora no Instituto de Pesquisas Econômicas e Sociais da Universidade de Caxias do Sul (IPES/UCS), Rua Francisco Getúlio Vargas, 1130, 95070-560 Caxias do Sul, RS (55 54) 3218 21 00 R. 2243. E-mail: soraia.santos@ufrgs.br.

The good performance of the financial account of the balance of payments is due to the inflow of direct foreign investment in the privatization of Brazilian companies. The private sector and investors adopted a conservative behavior, using some instruments for risk protection. These attitudes were crucial to reduce the intensity of the Brazilian crises after the introduction of the new currency. The Brazilian macroeconomic framework became much more robust due to the credibility of the control of inflation and public expenditures by the Brazilian government and due to the continuous increase of external surpluses.

Keywords: Brazilian economy, political economy, capital flows, exchange policy, group of interest.

*JEL Classification* D72, F2, F21, F32.

## 1 Introdução

O mercado internacional de capitais é constituído por um conjunto de mercados fortemente interligados, nos quais ocorrem trocas de ativos financeiros entre residentes de diversos países. As atividades desenvolvidas nesses mercados ocorrem em uma rede de centros financeiros mundiais ligados por sistemas de informações ágeis e altamente sofisticados. Assim, grandes quantias de capitais financeiros podem ser movimentadas de um país para outro em curtíssimo intervalo de tempo. Esse processo, em geral designado por globalização financeira, tem o papel de aumentar os mecanismos financeiros em termos de diversificação, liquidez e volume, os quais elevam substancialmente as oportunidades de investimento<sup>1</sup>.

Em contrapartida, os países, principalmente os menores economicamente, passaram a ser mais vulneráveis às crises de expectativa ou de credibilidade. Isso significa que qualquer percepção na piora das condições econômicas e/ou na instabilidade política gera uma fuga maciça de capitais, que acaba aumentando os efeitos nocivos sobre a economia. As crises que se desenvolveram em alguns países, em particular os de mercados emergentes, na década de 90, são exemplos dessa vulnerabilidade e da reversão dos fluxos de capitais, conforme discutem Calvo *et al.* (1996) e Triches (1999, 2003a).

Dentro desse contexto, a economia brasileira, ao longo dos anos 1990, presenciou um intenso movimento de capitais internacionais. Isso de certa forma marcou o término de uma década restrita a empréstimos tomados para fazer frente ao ajuste do balanço de pagamentos. As

crises internacionais como a mexicana, dos países asiáticos, da Rússia e da Argentina, no decorrer dos anos 1990, não provocaram efeitos graves na economia brasileira. A explicação para isso, segundo Goldfajn (2000), estaria na proteção do setor privado contra os efeitos diretos da desvalorização por meio de compra de dólares americanos no mercado futuro e de títulos denominados em dólares. Esse fato tem significado, na realidade, uma antecipação da crise brasileira por parte dos mercados, porque a economia era identificada, a partir da crise mexicana, como altamente vulnerável devido ao grande déficit fiscal e à curta maturidade da dívida pública.

Assim, no sentido de entender de forma mais precisa a natureza da escolha de políticas econômicas, incorpora-se a nova abordagem da Economia Política, cuja essência está na heterogeneidade e nos conflitos de interesse entre os mais diversos grupos organizados. De forma semelhante como discorrem Drazen (2000) e Persson (2001), na análise microeconômica, há conflitos de interesse entre produtores e consumidores no que se refere a preços e à qualidade dos produtos e entre os próprios produtores em relação às margens desejadas de lucro. A maneira pela qual essa questão é solucionada depende das instituições que governam o mercado.

Um grande número de estudos teóricos e empíricos foi desenvolvido, sobretudo nas duas últimas décadas do século passado, no sentido de melhor compreender a importância dos grupos de interesse na formação de políticas públicas<sup>2</sup>. Na realidade, essa disputa resulta na determinação do grau de influência política, e este, por sua vez, tem reflexos diretos na definição da estrutura e do processo de redistribuição ou realocação da renda gerada pelo sistema econômico.

Dentro dessa ótica, o objetivo deste estudo é investigar o comportamento dos fluxos de capitais da economia brasileira sob a ótica da abordagem da economia política, após a adoção do Real. Procura-se estudar e analisar os possíveis impactos exercidos pelos diferentes atores internacionais quanto à sua avaliação dos riscos associados ao movimento de capitais. Para isso, o texto está organizado como segue. A seção 2 descreve os aspectos teóricos conceituais dos grupos de interesse e de pressão política e da paridade da taxa de juros com os diversos riscos associados. Em seguida, caracterizam-se as instituições e os grupos internacionais que influenciam os fluxos de capitais internacionais para a economia brasileira. A seção 4 descreve e

analisa o movimento dos recursos financeiros internacional. Por fim, as conclusões e as considerações finais são tratadas na seção 5.

## 2 Aspectos teóricos dos grupos de pressão política

Os grupos de interesse compõem uma parcela relevante do poder político. A abordagem de economia política tem assumido que as escolhas de política são determinadas pelo esforço ou pela interação dos indivíduos ou de grupo de indivíduos, no sentido de atrair maiores benefícios possíveis para seu próprio interesse. Em outras palavras, muitas decisões de política econômica criam benefícios concentrados para poucos grupos de interesse bem definidos.

Assim, as atitudes dos grupos de interesse também podem ser entendidas como uma intermediação de interesses entre os indivíduos de um segmento particular da sociedade e o governo. As ações de um grupo organizado, em particular, têm efeitos não desprezíveis sobre regimes políticos democráticos e sobre indicadores macroeconômicos. Essas pressões políticas estão diretamente relacionadas à redistribuição de renda, que é gerada pela tributação promovida pelo setor público. Desse fato, como bem discute Becker (1983), resulta um custo social maior do que o benefício gerado, isto é, há ganhos para um grupo organizado de interesses específicos, mas há uma perda de bem-estar distribuída para toda a sociedade<sup>3</sup>.

Nesse sentido, modelos de grupos de interesse usados, na literatura, tratam o governo como uma função de produção, cujos insumos são as pressões exercidas pelos grupos concorrentes e cujo produto é o nível de redistribuição de renda do governo<sup>4</sup>. Por exemplo, o modelo de escolha de política, desenvolvido por Persson e Tabellini (2000), Persson (2001) e Alesina *et al.* (2001), tem importância por destacar o tamanho do orçamento do governo, seus diferentes objetivos de alocação de recursos e a existência de diferentes grupos. Para eles, a população é dividida por um grande número de grupos  $i$ . Os membros de cada grupo são definidos pelos benefícios futuros gerados pelos gastos públicos. Todos os indivíduos possuem as mesmas preferências políticas, ou seja:

$$w^i = u(c^i) + h(g) \tag{1}$$

$$c^i = y - \tau + r^i \quad (2)$$

A equação (1) mostra uma função-utilidade do grupo  $i$  com tamanho  $N^i$ , onde seus membros consomem bens produzidos pelo setor privado,  $c^i$ , determinados pela renda descontada dos impostos arrecadados pelo governo, acrescida pelas transferências,  $r^i$ , para um grupo específico. Todos os grupos pagam uma taxa de imposto,  $\tau$ , e possuem os mesmos benefícios dos gastos públicos,  $g$ . Os gastos do governo podem ser direcionados para um determinado grupo ou beneficiar todos os indivíduos da economia, através de programas sociais globais. As escolhas das políticas podem ser resumidas pelo vetor  $q$ , definido da seguinte maneira:

$$q = [(r^i), g, \tau, e] \geq 0 \quad (3)$$

A restrição orçamentária do governo é caracterizada pela sua forma padrão – o total das receitas menos as despesas – exceto da variável  $e$ , que não aparece diretamente e que é definida por:

$$e = N\tau - g - \sum_i^x N^i r^i \quad (4)$$

Nesse caso,  $e$  representa a extração da renda pelos políticos para uso próprio. Essa variável pode ainda ser entendida como um tipo de atividade de corrupção ou atividades ineficientes de desvio de recursos, mas que beneficiam políticos ou seus correligionários mais próximos.

Notadamente, a sociedade interage com o mercado e exerce sua opção de escolha econômica que é diretamente influenciada pelas decisões políticas. A escolha de  $q$  pode, portanto, gerar conflitos de interesse entre os grupos altamente heterogêneos. Esses conflitos assumem, na prática, três diferentes dimensões: (i) existem conflitos entre diferentes grupos de eleitores quanto à alocação dos gastos públicos  $r^i$ , (ii) há um problema de agência, ou seja, o maior grupo de eleitores luta por um maior  $g$  e por um  $\tau$  mais baixo, mas os políticos têm preferência por gastar mais recursos sob a forma de  $e$ , e (iii) diferentes políticos ou partidos políticos competem por qualquer renda adicional disponível.

Uma extensão dessa abordagem pode ser feita para uma economia aberta com dois períodos, isto é,  $t = 1, 2$  e levando-se em conta dois países com mobilidade de capitais. Então,

variáveis com asterisco pertencem ao país externo. Ambos produzem somente uma mercadoria. O consumidor representativo tem preferências definidas em relação ao consumo, conforme equação (1) acrescida de  $c_2^i$  e de lazer no segundo período  $x^i$ .

Nesse caso, os indivíduos consomem inicialmente sua dotação definida exogenamente sem impostos ou investem com retorno bruto unitário. O capital pode ser investido em qualquer país com grau tecnológico idêntico. No período seguinte, os consumidores escolhem suas dotações por unidade de tempo para o trabalho,  $l^i$ , e para lazer  $x^i$  e consomem completamente sua renda e riqueza após terem deduzido os impostos. Além disso, uma unidade investida no período  $t=1$  produz uma unidade de imposto no período  $t=2$ . O investimento realizado no exterior possui custos de mobilidade de capital, isto é, custo de transação ou de informação. Por simplicidade, o investidor incorre em custo de mobilidade, apenas no período  $t=2$ , com a maturação do investimento. O capital investido domesticamente é tributado a taxa  $\tau_k^i$ , e o fator trabalho a taxa,  $\tau_l$ . Enquanto o capital investido no Exterior é tributado pelo respectivo país, à taxa  $\tau_k^*$ , o trabalho, ao contrário do investimento, é completamente fixo dentro das fronteiras de cada país. Por fim, o salário real é definido como igual à unidade. Sob esses pressupostos, as restrições orçamentárias dos consumidores representativos são:

$$l = c_1^i + k^i + f^i = c_1^i + s^i \quad (5)$$

$$\begin{aligned} c_2^i &= (1 - \tau_k)k^i + (1 - \tau_k^*)f^i - M(f^i) + (1 - \tau_l)l^i \\ &= (1 - \tau_k)s^i + (\tau_k - \tau_k^*)f^i - M(f^i) + (1 - \tau_k)l^i \end{aligned} \quad (6)$$

onde  $k$  e  $f$  denotam investimentos domésticos e estrangeiros; logo, a poupança é definida por  $s = k + f$ . A função  $M(\cdot)$  captura custo de mobilidade dos investimentos estrangeiros. Assume-se ainda que  $M(0) = 0$ ,  $M_f > 0$  e se  $f > 0$ , então  $M_{ff} > 0$ . Finalmente, a nova restrição orçamentária do governo é expressa pela equação (7)

$$G = \tau_k k + \tau_k^* f^* + \tau_l l = \tau_k (s - f + f^*) + \tau_l l \quad (7)$$

em que  $G$  é consumo público determinado exogenamente pela aplicação dos impostos  $\tau_k$  e  $\tau_l$ . Pelas condições ótimas do setor privado, as poupanças são uma função dos impostos domésticos, ou seja,  $s^i = s(\tau_k)1 - u_c^{-1}(1 - \tau_k)$ . Já o investimento externo é dado pela função  $f^i = F(\tau_k, \tau_k^*) \equiv M_f^{-1}(\tau_k - \tau_k^*)$ , com  $F_\tau = -F_\tau^* > 0$ . Assim, um aumento unilateral do imposto sobre o capital doméstico (externo) incentiva (desincentiva) a saída de capital. Além do mais, uma taxa mais elevada de imposto no país doméstico desincentiva o investimento doméstico por duas razões: reduz a poupança e induz a fuga de capital doméstico, e vice-versa. Portanto, os governos tendem a ser forçados a tributarem o fator trabalho mais pesadamente do que o fator capital. Isso será tanto maior quanto maior for a assimetria entre a mobilidade de capital e a imobilidade do fator trabalho dentro de um país<sup>5</sup>.

Desse modo, assume-se implicitamente, nessa abordagem, a existência de dois fatores de produção caracterizados por capital e trabalho, pertencentes a dois grupos: empresários e trabalhadores, respectivamente. Cada grupo é representado por um partido político. A remuneração de cada grupo é derivada do seu respectivo fator produtivo. Nesse contexto, os partidos políticos, que representam cada grupo de interesse, têm políticas ótimas diferentes sobre o fator a ser tributado. Uma forma de evitar o risco de tributação no futuro é acumular ativos externos. Esse risco decorre do temor dos investidores de que governo venha a ser eleito por um partido de esquerda. Portanto, favorável aos trabalhadores, ele escolheria políticas que visassem à tributação do capital, induzindo sua fuga. Os governos de esquerda, por conseqüência, podem estar fortemente inclinados a adotarem medidas de restrições ao movimento de capitais.

O efeito dos controles de capitais pode sinalizar de como deverá ser o comportamento do governo no futuro. Por exemplo, os investidores, com informações imperfeitas sobre as intenções e/ou restrições orçamentárias dos governos, passam a usar as observações passadas e presentes da política de investimentos para inferir sobre o curso das políticas futuras. Assim, a existência de livre mobilidade de capitais pode ser uma sinalização de que seja menos provável a imposição de controle de capitais no futuro ou, em outras palavras, a escolha de políticas futuras mais favoráveis aos investimentos.

O investimento externo ou o fluxo de capitais entre países, conseqüentemente, depende,

além do diferencial da tributação, da compensação dos custos e dos riscos associados à mobilidade desses capitais e de seu retorno. Esses fatores tendem a ser explicados pela condição da paridade da taxa de juros coberta. Tal condição é decomposta mais especificamente, em vários componentes como a taxa de juros doméstica sobre títulos negociados em moeda local no tempo  $t$  para  $t+1$ ,  $i_t$ ; e taxa de juro internacional livre de risco, no período  $t$  para  $t+1$ ,  $i_t^*$  e dos seguintes prêmios de risco:

i) prêmio de risco da desvalorização cambial esperada,  $\rho_t$ , pode ser definido pela diferença entre o logaritmo da taxa de câmbio futura,  $f_{t+1}$ , e do logaritmo da taxa de câmbio à vista,  $S_t$  ou seja,  $\rho_t = \log f_{t+1} - \log S_t$ . Esse prêmio é devido à flutuação da taxa de câmbio. Havendo oportunidade de arbitragem, então, o nível de taxa de juros deve compensar o investidor da perda ou ganho devido à depreciação ou apreciação da moeda.

ii) prêmio de risco da moeda ou de liquidez, que está relacionado com o mercado em que os títulos estão sendo transacionados  $\theta_t$ . A soma do prêmio associado à flutuação da taxa de câmbio não-prevista e o prêmio de liquidez resultam no prêmio a termo, isto é, a depreciação esperada mais o prêmio de risco de moeda. A medida do prêmio de risco futuro, por sua vez, não é observável diretamente no mercado. Além do mais, a depreciação da taxa de câmbio e o prêmio da moeda são capturados conjuntamente pela taxa de câmbio futura negociada nos mercados de derivativos<sup>6</sup>.

iii) prêmio de risco de crédito soberano ou risco país,  $\phi_t$  corresponde à possibilidade de que um determinado título emitido não seja resgatado na sua maturidade ou ainda que um determinado país entre um processo de insolvência. Esse risco pode também ser caracterizado pelo diferencial da tributação a ser imposto, pelos custos de transação, pela assimetria de informação. Em última análise, o prêmio de risco de crédito está associado à mobilidade dos fluxos de capitais externos, conseqüentemente, às barreiras à integração financeira como controle de capitais presentes e futuros. Assim, a paridade coberta da taxa de juros em logaritmo passa a ser definida pela equação (7).

$$i_t = i_t^* + (\rho_t + \theta_t) + \phi_t \quad (8)$$

Além disso, uma maneira de medir prêmio de risco de crédito soberano é através do desvio das taxas de juros *vis-à-vis* ao valor previsto pela condição da paridade coberta. Então, o diferencial da taxa de juros coberta  $d_t$  é calculado por meio da expressão (9).

$$d_t = i_t - i_t^* = (\rho_t + \theta_t) + \phi_t \quad (9)$$

O comportamento conjunto dos prêmios de risco a termo e de crédito pode ser usado para avaliar os efeitos, tanto na oferta como na demanda de fluxos de capitais internacionais. Desse modo, o primeiro muda com a probabilidade de uma desvalorização cambial, enquanto o segundo é afetado por uma variação da probabilidade de um não-cumprimento das obrigações externas. A vulnerabilidade de uma economia aos choques externos é observada por meio de elevados níveis de variabilidade desses riscos. Além disso, a fragilidade adicional pode ocorrer quando os países apresentam correlação positiva entre os riscos futuros da taxa de câmbio e de crédito.

Por fim, os fatores determinantes do risco-país podem ser classificados em três grupos: (i) variáveis de liquidez e solvência representadas pela relação dívida/PIB, serviços da dívida externa sobre as exportações, serviços da dívida sobre PIB e nível de reservas internacionais; (ii) variáveis de performance macroeconômica, crescimento do PIB, taxa de inflação e termos de troca; (iii) variáveis de aversão global ao risco como títulos de altos retornos<sup>7</sup>.

### 3 Caracterização e análise das instituições e dos grupos internacionais

A concepção da globalização financeira está claramente associada à livre mobilidade dos fluxos de capitais internacionais. Pode ser entendida ainda como uma crescente interdependência econômica dos países em todo o mundo, gerada pela expansão e integração de capitais, pela flexibilização do mercado financeiro internacional, como descreve Triches (1999). Essa globalização financeira implica um aumento das oportunidades de investimentos com a diversificação de instrumentos financeiros e com maior oferta de recursos e está intimamente

vinculada ao processo acelerado de desregulamentação dos mercados financeiros domésticos e ao surgimento de novos mercados e novas instituições.

Os grupos internacionais que são classificados mais abaixo são constituídos por grandes conglomerados bancários, empresas multinacionais, as instituições financeiras não-bancárias como os fundos institucionais de pensão, fundos mútuos e de proteção de riscos, bancos centrais, outras agências governamentais e bancos de investimentos. Esses atores necessitam continuamente de uma complexa engenharia financeira de avaliação de risco dos países, que requer o acompanhamento e análise da evolução de um conjunto de indicadores macroeconômicos das economias soberanas. Os grandes investidores institucionais, por exemplo, possuem regras de gestão interna ou seguem determinações de órgãos reguladores que limitam a detenção de ativos classificados como grau de especulação. Outros estruturam suas carteiras de investimentos com base nas classificações particulares de propensão ao risco. Os bancos e as outras instituições financeiras seguem regras da legislação financeira de seus respectivos países e usam as classificações para determinar provisões e requisitos de capital.

Além disso, esses grupos que atuam no mercado financeiro internacional apresentam como característica comum a enorme facilidade de entrada e saída no mercado de capitais. Os ativos comumente trocados nesse mercado são basicamente de três tipos: (i) moedas internacionais fortes como dólar, euro, iene, libra esterlina, etc.; (ii) notas e títulos de governos, certificados ou depósitos bancários a prazo, ambos denominados em diferentes moedas, representando dívida externa líquida dos países, uma vez que especifica que o emissor deve pagar um valor fixo (soma do principal mais juro) independentemente das circunstâncias econômicas e (iii) ações de empresas que se constituem em um instrumento de propriedade ou um direito sobre os lucros de uma empresa, embora seu rendimento possa variar de acordo com o desempenho da empresa ou ainda debênture, ADR (*American Depositary Receipt*), *Junk Bond*, *Commercial Paper* e títulos emitidos, entre outros.

Desse modo, uma possível forma de organizar os principais atores internacionais por seus objetivos e por sua interferência na decisão sobre os fluxos de capitais para os países de mercados emergentes como o Brasil pode ser como segue.

a) **Clube de Paris:** constitui-se numa instituição informal que reúne um grupo de agências de países credores, em geral pertencentes à OCDE, com o objetivo de renegociar, adiando ou facilitando a dívida governamental de países com dificuldades financeiras. As negociações se realizam em Paris e são coordenadas pelo Tesouro da França. Para isso, o país com problemas financeiros deve aderir às condições de um programa de estabilização aprovado pelo FMI. Assim os países credores estão livres da incumbência de supervisionar o desempenho econômico da nação devedora e, portanto, do ônus político. Os débitos passíveis de negociação são as dívidas pública e privada, além de seus respectivos juros e atrasados. Tais dívidas referem-se a empréstimos e créditos comerciais concedidos ou garantidos por governos e por agências oficiais de países credores.

b) **Clube de Londres:** insere as negociações e o reescalonamento de dívidas entre as nações devedoras e os Bancos Comerciais. Seu nome reflete o fato de que tais acordos se realizavam em Londres. Contudo, mais tarde, o número cada vez maior de negociações passou a ocorrer em Nova Iorque. Nesse contexto, o banco norte-americano JP Morgan desempenha um papel central no que se refere ao acompanhamento da evolução do mercado dos títulos soberanos dos países endividados. O banco desenvolveu uma metodologia própria a partir do Plano Brady, no final dos anos 1980. Nesse acordo, as dívidas externas dos países em desenvolvimento foram convertidas em títulos negociados no mercado financeiro internacional. Desse modo, definiram-se vários índices para medir o risco de um país ou risco soberano; primeiro, o EMBI GLOBAL, *Emerging Market Bond Index*, é o índice total de retorno por dólar norte-americano denominado em títulos Brady e inclui 27 países de mercado emergente; segundo, o EMBI+ inclui títulos Brady, *Eurobond*, empréstimos e dívidas domésticas denominados em dólar norte-americano de 19 mercados emergentes; terceiro, o *Spread* soberano ou *Stripped Spread* avalia o verdadeiro risco soberano do título (exclui o fluxo de caixa colateral do título), e quarto, o *Spread* soberano de um título ou subíndice do país é estimado pela mudança paralela da curva do Tesouro dos EUA e não apenas um ponto na curva, como mostra Morgan (1999).

c) **Governos Soberanos/G7:** são formados por sete países com maior produto doméstico dentre os mais desenvolvidos. Por ordem são eles: Estados Unidos, Japão, Alemanha, França,

Reino Unido, Itália, e Canadá. Conjuntamente, esses países participam com 62% do produto gerado mundialmente, 44% das exportações totais, 47,7% de todas as importações e em torno de 31% dos investimentos externos diretos globais. Além disso, com exceção do Canadá, as demais nações detêm as moedas que representam quase 90% das transações internacionais, das reservas cambiais e do uso no comércio e em dívida securitizada.

**d) Organizações multilaterais:** no âmbito do segmento do sistema monetário internacional, são representadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS). O primeiro é um dos mais importantes organismos internacionais, criado em 1945, que conta atualmente com 184 países membros. Tem como função promover a cooperação monetária internacional, buscar a estabilidade cambial e promover a assistência financeira temporária em países em fase de ajustamento do balanço de pagamento. Do total de cotas subscritas pelos países, o Brasil participa com apenas 1,44%, ou seja, 3.036 milhões de DES, a América Latina com 7,56%, e a maior economia mundial, os Estados Unidos, com 17,67% do total. O saldo devedor brasileiro junto ao Fundo era de 19 bilhões de DES no final de 2004, representando 525% das cotas totais do país. O Banco de Compensações Internacionais (BIS) foi fundado em 1930 na Basileia/Suíça. Também desempenha um papel relevante no mercado financeiro internacional, cuja função é fomentar a cooperação financeira e monetária entre os bancos centrais. Possui um ativo de aproximadamente 167,9 bilhões de DES. O Brasil participa como acionista, a partir de março 1997, com 3.000 ações subscritas, as quais atingem um valor de 15 milhões de DES.

**e) Investidores institucionais:** são, normalmente, designados pelos fundos mútuos, fundos de pensão e seguradoras. Esses investidores têm por intuito obter retornos reais de longo prazo. A composição de suas carteiras, em geral, é constituída de ativos reais, de ações e dívidas securitizadas de países tanto desenvolvidos como emergentes. Além disso, a estratégia de investimento é maximizar o retorno para um dado nível de risco – processo derivado da alocação de ativos e de alocação de países. As carteiras desses fundos tendem a ser relativamente conservadoras, ou seja, são compostas de aproximadamente 40% em ativos domésticos, 30% de ativos de países desenvolvidos e, no máximo, de 10% em ativos de países emergentes, como mostram Chia-Chi *et al.* (2004).

**f) Corporações:** as empresas multinacionais estão inseridas no centro do processo da globalização econômica da produção. A abordagem teórica desses empreendimentos é sustentada basicamente por dois componentes. Um deles refere-se à localização da produção, que depende das vantagens comparativas nos fatores de produção, transportes e políticas governamentais. O outro componente diz respeito à internalização, ou seja, as empresas mantêm o controle de sua tecnologia, da produção da matéria-prima e do aumento da escala de produção. No mercado financeiro internacional, as empresas multinacionais têm grande relevância pela forma como captam recursos para fazer frente aos seus investimentos.

**g) Classificadores de risco:** as agências de classificação de risco, em termos gerais, têm uma metodologia própria. Entretanto, as classificações dos riscos financeiros variam de uma escala de A a D. Por exemplo, para as agências *Standard & Poor's Corporation* e *Fitch*, a melhor classificação é “AAA” e a pior é “D”. Já os graus, para a *Moody's Investors Service*, variam dos mais elevados “Aaa” para os mais baixos “C”. Assim, quanto mais baixa for a classificação, maior é a probabilidade de moratória, e vice-versa. Os governos e as corporações, classificados acima de “BBB-” ou “Baa3”, são caracterizados como grau de investimento, enquanto os classificados abaixo são chamados de grau de especulação. Além disso, para diferenciar os governos ou as corporações de uma mesma categoria, a S&P e Fitch adotam sinais aritméticos mais e menos, e a Moody's números (1, 2 e 3). As categorias mais elevadas e as mais baixas não possuem símbolos de diferenciação, conforme mostra a tabela anexa.

Nesse sentido, a classificação de risco é feita por indicadores elementares de acesso público cuja finalidade é reduzir as incertezas com relação às aplicações dos investidores no mercado financeiro internacional. Esses indicadores têm também o papel de reduzir o grau de assimetria de informação e os custos de transação associados à obtenção e ao processamento dessas informações. Os títulos de governos classificados, por exemplo, são preferíveis aos de governos não-classificados. Comprovadamente, as classificações de risco são parâmetros amplamente utilizados pelos investidores, para a determinação dos preços e para a tomada de decisões de compra e venda de títulos da dívida externa pública.

Além disso, a abordagem da dívida assumida pelos governos soberanos é bem diferente

daquela contraída pelo setor privado. No primeiro caso, a amortização desses débitos é uma questão que transcende a capacidade técnica do país em liquidá-los. Com poucas exceções, os países tomadores de créditos internacionais possuem habilidades em saldar seus compromissos. Portanto, a ausência de pagamento tende a se resumir numa decisão ou em escolha eminentemente política.

Em geral, os governos soberanos têm poucos instrumentos que permitam garantir o valor da dívida. Além do mais, as cortes internacionais têm um poder limitado sobre a soberania das nações. O Quadro 1 traz uma síntese da exposição dos credores de empréstimos bancários e dos títulos soberanos. Nota-se que os detentores de créditos gerados por empréstimos bancários têm maior poder de coalizão para pressionarem os devedores. Entretanto, os investidores que possuem títulos de dívida soberana tendem a ser mais vulneráveis em caso de falta de pagamentos por parte dos países, assumindo assim uma probabilidade maior de que seus créditos não sejam recuperados.

Quadro 1: Exposição dos credores de empréstimos bancários e dos títulos soberanos, em caso de moratória.

Indicadores	Empréstimos dos bancos comerciais	Títulos Soberanos
Detentores de crédito	Podem formar um grupo coeso para representar o interesse da maioria	São amplamente dispersos, e há dificuldade de cooperação uniforme
Resultado de negociação	Reescalonamento ou reestruturação da dívida	Ausência de reescalonamento
Garantia	Explícita ou implícita	Apenas em alguns casos
Preço do prêmio risco	Taxas de juros	Rendimento do ativo
Custos internalizados	Custo de reescalonamento	Custo de inadimplência
Reflexos	Probabilidade de Reescalonamento	Probabilidade de falta de pagamento

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Um exemplo prático do processo de reestruturação dos empréstimos bancários ocorreu

com o Plano Brady. Nesse acordo, o Brasil renegociou sua dívida externa junto aos credores em 1991, o que permitiu a emissão do título IDU (*Interest Due and Unpaid*), cuja finalidade era regularizar os juros devidos e não-pagos entre 1989/90. Um ano após, um novo acordo chamado Plano Brady permitiu a reestruturação da dívida externa. A partir de 1994, essa dívida aproximada de US\$ 55 bilhões poderia ser trocada por uma combinação de sete bônus de emissão da República, da seguinte forma: (a) bônus descontados colateralizados, *Discount Bond*; (b) bônus ao par com garantias, *Par Bond*; (c) bônus com redução de juros, *Front-loaded Interest Reduction Bond* – FLIRB; (d) bônus com redução de juros de capitalização, *Front-loaded Interest Reduction Bond with Capitalization* – C-Bond; (e) bônus de conversão de dívida, *Debt Conversion Bond* – DCB; (f) Bônus em dinheiro novo, *New Money Bond* – NMB; (g) Bônus de redução dos juros capitalizados não-pagos, *Eligible Bond* – EI. No final de 2004, essa dívida estruturada era de US\$ 14,8 bilhões, sendo os maiores saldos registrados, respectivamente, em C-Bond e DCB com US\$ 5,9 bilhões e US\$ 3,3 bilhões, conforme dados do Banco Central do Brasil.

Há ainda a concepção de economia política que envolve o custo e o benefício no pagamento dos compromissos assumidos por parte dos governos soberanos. Assim, um país honra suas obrigações se os benefícios forem superiores aos custos incorridos. Isso é explicado porque algumas variáveis econômicas podem provocar um aumento do custo pela falta de pagamento que acaba influenciando positivamente sobre o crédito soberano. Já aquelas variáveis que aumentam o benefício têm efeito negativo. Salienta-se que entre esses condicionantes que afetam bastante a escala dos custos e dos benefícios, na decisão de saldar a dívida por parte dos devedores, estão a exclusão de crédito de mercado no futuro, a incapacidade de o país manter o comércio externo e a dificuldade de tomar emprestado no mercado doméstico.

Por fim, o risco soberano é derivado da possibilidade da falta de pagamento da dívida assumida por governos de países em desenvolvimento. Por consequência, o prêmio de risco se eleva quando o país devedor, mesmo com interesse de saldar a dívida, está impossibilitado pela sua restrição orçamentária. Ou ainda, quando algumas variáveis econômicas se deterioram, aumentando, assim, a incapacidade do país realizar o pagamento da dívida.

#### 4 Análise dos fluxos de capitais da economia brasileira

Os fluxos de capitais foram intensos ao longo dos anos 1990, na economia brasileira, sobretudo na segunda metade, conforme demonstra a Tabela 1. Observou-se que, do saldo total anual próximo de US\$ 30 bilhões no período de 1995 a 1998, a maioria é o resultado da entrada de capitais em forma de investimento direto e investimentos em carteira ou portfólio. Porém, os empréstimos e financiamentos em forma de dívida securitizada ficaram restritos a menos de um sexto do total nesse período. Contudo, a economia permaneceu com elevado desequilíbrio no saldo das transações correntes, apresentando um déficit de US\$ 33,4 bilhões em 1998, que culminou na redução das reservas de quase US\$ 8 bilhões.

Tabela 1: Evolução dos fluxos de capitais da economia brasileira no decorrer dos anos 1990 (dados US\$ em milhões).

Conta/Ano	1995	1998	1999	2001	2002	2003	2004
a) Investimentos diretos							
líquidos	3.309	26.002	26.888	24.715	14.108	9.894	8.695
Investimento externo direto	4.405	28.656	28.578	22.457	16.590	10.144	18.168
Investimento brasileiro direto	-1.096	-2.854	-1.690	2.258	-2.482	-249	-9.471
b) Investimentos em portfólio líquidos	9.217	18.125	3.802	77	-5.119	5.308	-4.750
c) Dívida securitizada	5.493	4.031	1.342	5.714	1.031	-1.549	-10.444
d) Outros capitais de curto prazo	11.076	-18.456	-14.713	-3.454	-2.016	-8.542	-863
Total	29.095	29.702	17.319	27.052	8.004	5.111	-7.362
Saldo em conta corrente	-18.384	-33.416	-25.335	-23.215	-7.637	4.177	11.645
Variações de reservas	12.919	-7.970	-7.922	3.307	302	8.436	2.244

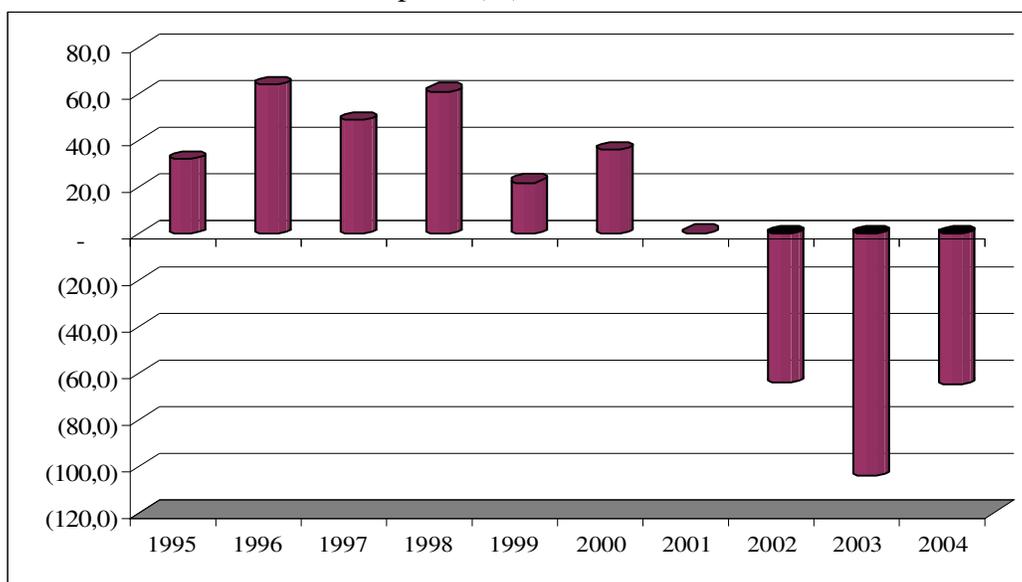
Fonte: Banco Central do Brasil.

Nota: Investimento em portfólio é composto de investimento em ações (anexo I-VI) e fundos. A dívida securitizada inclui empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos. O capital de curto prazo e outros é igual à conta de movimento de capitais menos a soma de investimento direto, ações e dívida securitizada.

Por outro lado, após a crise russa de 1998, uma série de circunstâncias internas e

externas reverteram as expectativas dos investidores. Como resultado, ocorreu uma grande saída de capitais, que culminou na crise brasileira e na mudança de regime cambial, em janeiro de 1999. Naquele ano, o saldo da conta de capitais manteve-se positivo ainda por conta do forte ingresso de investimentos na forma direta. Entretanto, a crise brasileira se desenvolveu de forma moderada, quando for comparada com as crises anteriores desenvolvidas em diversos países. Uma explicação para isso foi de que o setor privado, agindo de forma mais conservadora, passou a se utilizar de instrumentos de proteção de risco, com a aquisição de moedas internacionais no mercado futuro e de títulos denominados em dólares. Isso significa, na realidade, uma antecipação da crise brasileira por parte dos próprios mercados. Claramente, a economia era identificada, a partir da crise mexicana, como altamente vulnerável, tendo em vista o grande déficit fiscal e a curta maturidade da dívida pública.

Figura 1: Participação dos investimentos líquidos em portfólio sobre o total da conta de movimentos de capitais (%).



Fonte: Banco Central do Brasil.

O fluxo de capitais internacionais na economia brasileira é sustentado basicamente, no período de 2001 a 2004, pela conta de investimentos externos diretos. Contudo, o saldo do movimento de capitais, ainda como mostra a Tabela 1, apresenta uma queda espetacular, passando para US\$ 8 bilhões em 2002 e um déficit de US\$ 7,4 bilhões dois anos após. No entanto, as condições do mercado internacional mostraram-se particularmente favoráveis a partir

de 2003, com impactos positivos no balanço de pagamento. Houve uma melhora substancial no saldo da conta corrente, o qual passou a ser positivo, acumulando US\$ 11,7 bilhões em 2004.

Tabela 2: Desempenho dos indicadores externos da economia brasileira avaliados pelos grupos internacionais sobre o fluxo de capitais.

Indicadores	1995	1998	2001	2004
Dívida externa/PIB (%)	18,3	28,0	37,8	26,6
Saldo em conta corrente/PIB (%)	-2,6	-4,2	-4,6	1,9
Serviço da dívida/Conta corrente (%)*	7,5	28,9	15,2	-6,6
Serviços/Dívida líquida (%)	-1,5	-5,3	-2,5	-0,6
Dívida externa/Saldo em conta corrente (%)**	-703,4	-659,4	-830,20	-1.588,7
Dívida líquida/Exportações	238,0	340,0	260,0	110,
Saldo B. Comercial/PIB (%)	-0,5	-0,8	0,5	5,6
Exportações/PIB (%)	6,6	6,5	11,4	15,9
Importações/PIB (%)	7,1	7,3	10,9	10,4
Investimento diretos/PIB (%)	0,6	3,7	4,4	3,0
Investimento em cart/PIB (%)	Nd	2,4	0,2	-0,6
Classificação Fitch, Moody's S & P	Nd	B+/B1/B+	BB-/B1/BB-	BB/B1/BB-
Risco país soberano***	1.117	800	889	529
EMBI+***	1.101	829	904	539
Nível de reservas (US\$ milhões)	51.840	44.556	35.866	52.935
Preço C-Bond	Nd	59,875	76,850	100,50
Preço Discount-Bond	Nd	58,875	72,500	89,275
Taxa real de câmbio	100,0	108,4	170,1	144,1
Taxa de crescimento do PIB	4,22	0,13	1,31	4,9
Taxa de desemprego	4,6	7,6	7,1	11,5
Taxa de juros real	29,44	23,87	6,18	3,64
Investimento/PIB (%)	20,54	19,69	19,47	19,57
IPCA	22,41	1,66	7,67	7,60
Déficit nominal/PIB(%)	7,20	7,93	5,22	2,48
Déficit primário/PIB(%)	-0,36	-0,01	-3,70	-4,58
Dívida líquida interna/PIB (%)	21,60	39,17	41,30	44,22
Pagamento de juros/PIB (%)	5,20	7,42	5,15	6,30

Fonte: Banco Central do Brasil/IPEA/IBGE.

\*Inclui as amortizações públicas e privadas, mais os pagamentos de juros em proporção da contra corrente. \*\*Dívida externa pública inclui os empréstimos do FMI. \*\*\*Média ao ano em pontos básicos.

Nd = não disponível.

A participação percentual dos investimentos em carteira sobre o saldo total da conta de capital e financeira, no período de 1995 a 2004, é apresentada na Figura 1. Nota-se de forma clara

como evoluiu a confiança dos investidores externos. Após a implementação do Plano Real e, portanto, da estabilização da economia, a proporção dos recursos externos em carteira cresceu de 30% para 60% em 1995 para 1996. No ano seguinte, houve um ligeiro recuo motivado pela crise dos países asiáticos. Essa queda se acentua com o efeito transbordamento da crise russa para a economia brasileira em 1999. Novamente os impactos dos atentados terroristas nos Estados Unidos e as incertezas políticas sobre o processo eleitoral são destacadas nos anos 2001 e 2002, a partir de quando a conta de investimentos em carteira passa a contribuir de forma negativa em relação ao total do movimento de capitais.

A Tabela 2, por sua vez, reporta o comportamento dos principais indicadores externos e internos da economia brasileira que influencia a entrada e saída de capitais ao longo do período de 1995 a 2004. Observa-se inicialmente que o indicador da relação dívida/PIB apresentou o pior desempenho. Em 1995, a dívida externa significava 18,3% e a interna 21,6% em relação ao Produto Interno Bruto enquanto, em 2004, essas proporções passaram para 26,6% e 44,2%, respectivamente. Nesse rumo, também seguiu a taxa de desemprego aberto, aumentando no intervalo de nove anos de 4,6% para 11,5%<sup>8</sup>.

Quanto ao grau de classificação de risco, as agências têm colocado o País, em 1998, no grau de especulação, ou seja, média inferior que pode ser traduzida numa escala numérica igual a 14.<sup>9</sup> Essa classificação recebeu nota ligeiramente melhor em 2001, que se manteve em 2004, mas ainda permaneceu no grau de especulação, e passando para 13 na escala numérica. Outro fator que se manteve relativamente estável durante o período em análise foi a taxa de investimentos, que girou em torno de 20%.

Os indicadores econômicos que mais se destacaram, ainda segundo as informações contidas na Tabela 2, no período pós-Plano Real, foram aqueles relacionados ao comércio externo brasileiro. As importações e, em particular, as exportações revelaram um excelente desempenho no período recente. Nota-se que, no intervalo de 1995 a 1998, ambas giravam na faixa de 6,5% a 7,3% do Produto Interno Bruto. Já, em 2004, as vendas brasileiras ao Exterior cresceram acentuadamente, alcançando quase 16% do produto, e as compras do Exterior subiram para 10,4%. Como consequência, o saldo da balança comercial, que era deficitário de 0,5% do

produto em 1995, passou a ser positivo de 5,6% desse produto em 2004. Essa trajetória também foi seguida pela conta das transações correntes, a qual registrava um déficit de 2,6% do PIB. Logo após o Plano Real, cresceu ainda mais para 4,6%, comportamento típico em período de crise como a de 2001. Essa passou a registrar saldo positivo de 1,9% do produto em 2004 – fato raro na história do balanço de pagamentos brasileiro.

A análise dos indicadores do mercado financeiro mostra como os preços dos títulos relativos à reestruturação da dívida externa do Brasil e, portanto, o risco soberano e EMBI+ responderam ao desempenho do setor real. Houve uma clara valorização dos papéis brasileiros negociados internacionalmente e uma forte redução do risco. Esse fato permitiu tanto ao Tesouro como às empresas brasileiras que retornassem a captar recursos no mercado externo com menor custo e prazo mais alongado.

No que se refere às variáveis domésticas da economia brasileira, nota-se também uma sensível melhora em 2004. A taxa de inflação mostrou-se sob controle em nível extremamente baixo se comparado aos valores imediatamente anteriores ao Plano Real. Esse fato é verificado nos conceitos de déficit público nominal e primário que, em 2004, apresentavam um déficit de 2,4% e um superávit de 4,58% do produto, respectivamente. A taxa de crescimento da economia tem mantido comportamento eminentemente oscilatório, como aquele observado ao longo da década de 90 e em 2004, que fechou em 5,18%.

Em síntese, os fundamentos do setor externo da economia brasileira foram se solidificando mais recentemente com a continuidade do ajuste em transações correntes, sobretudo, como resultado da geração de expressivos superávits comerciais. Tal fato permitiu a redução das necessidades de financiamento do balanço de pagamento e, portanto, da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Além disso, a queda do risco soberano e a conseqüente melhoria na credibilidade externa brasileira têm viabilizado novas emissões de títulos soberanos e também por parte do setor privado. Esses resultados vêm favorecendo o grau de atuação da política de compra e venda de reservas no sentido de aumentar o nível de reservas internacionais que, no final de 2004, somavam US\$ 52,9 bilhões.

## 5 Conclusão

Os movimentos internacionais de capitais têm se constituído em um grande foco de estudo na macroeconomia aberta, tanto no ponto de vista teórico como empírico. Claramente, a facilidade e a rapidez com que elevadas somas de recursos financeiros se deslocam entre as economias nacionais tende a ser uma importante fonte de perturbação, sobretudo, nas economias emergentes. Assim, o comportamento do mercado financeiro, seja doméstico ou internacional, causa impactos diretos bastante variados no setor real das economias. Em grande parte, deve-se às velocidades diferenciais de ajustamento nos mercados de ativos e de bens de serviços. Os mercados cambiais e financeiros, de um modo geral, apresentam rápido ajustamento, enquanto que os demais, incluindo o de trabalho, tendem a ser bastante rígidos e, portanto, exibem um lento processo de ajuste.

Os grupos ou atores internacionais que afetam o fluxo de capitais para a economia brasileira de forma direta ou indireta podem ser agrupados como o Clube de Paris, envolvendo as agências governamentais dos países credores; o Clube de Londres, incorporando os grandes conglomerados bancários; os bancos centrais G7; os organismos multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco de Compensações Internacionais. Há ainda os grupos dos investidores institucionais, englobando fundos de pensão, mútuos e de proteção de risco e seguradoras; das corporações internacionais e das agências de classificação de risco.

Os resultados mostraram que o bom desempenho da conta financeira do balanço de pagamentos está diretamente relacionado à entrada recorde de investimentos externos diretos, principalmente em privatizações de empresas brasileiras. Os investimentos em carteira, por sua vez, têm se comportado de modo a refletir a confiança dos investidores. Assim, a atitude mais conservadora assumida por esses segmentos no uso de instrumentos de proteção de risco, permitiu que as crises brasileiras pós-Plano Real se desenvolvessem mais moderadamente.

Por fim, os fundamentos macroeconômicos da economia brasileira foram se tornando mais sólidos no período recente, isto é, ao longo de 2003 e 2004. Esse resultado decorre em boa medida dos ajustes persistentes na conta das transações correntes do balanço de pagamentos

provocados pelos aumentos sucessivos dos superávits comerciais. Além disso, a rigidez fiscal e monetária imposta pelo governo permitiu a credibilidade necessária para o controle da inflação. Aliada a isso, a estratégia da política cambial adotada ao longo dos dois últimos anos foi no sentido de reduzir a dívida pública interna atrelada ao dólar norte-americano e adquirir divisas para pagamento da dívida externa e acumular reservas internacionais. Tal fato vem contribuindo para a redução das necessidades de financiamento do balanço de pagamento e, portanto, da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

### Referências

ALESINA, A.; ANGELONI, I. e ETRO, F. 2001. *The political economy of international unions* Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Dec. 51 p. (NBER Working Paper, nº 8645). Disponível em: <http://www.nber.org.com>, acesso em: 23/04/2006.

BECKER, G.S. 1983. A theory of competition among pressure groups for political influence. *Quarterly Journal of Economics*, **93**(3):371-400.

CALVO, G.A.; LEIDERMAN, L. e REINHART, C.M. 1996. Inflows of capital to developing countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, **10**(2):123-139.

CHIA-CHI, C.; PENG, L.; ZOI, S. e IOANNIS, T. 2004. *Portofolio model: international balanced pension*. London, City University of London, 16 p.

DRAZEN, A. 2000. *Political economics in macroeconomics*. Princeton, Princeton University Press, 775 p.

GARCIA, M.G.P. e LOWENKRON, A. 2004 *Cousin risks: the extent and the causes of positive correlation between country and currency risks*. Departamento de Economia PUC-RIO. Disponível em: [www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Papers/Cousin\\_Risks\\_JMCB\\_040403.PDF](http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Papers/Cousin_Risks_JMCB_040403.PDF), acesso em: 23/04/2006. 38 p.

GOLDFAJN, I. 2000. *The swings in capital flows and the Brazilian crisis*. Rio de Janeiro, Departamento de Economia, PUC-Rio. Abr. (Texto para Discussão, n. 422). 36 p.

KRISTOV, L. e LINDERT, P. 1992. Pressure groups and redistribution. *Journal of Public Economics*, **48**:135-163.

KRUGMAN P.R. e OBSTFELD, M. 2000. *Economia internacional: teoria e política*. 5ª ed., São Paulo, Makron Books, 797 p.

MITCHELL, W.C. e MUNGER, M.C. 1991. Economic models of interest groups: an

introductory survey. *American Journal of Political Science*, **35**(2):512-546.

MORGAN, J.P. 1999. Introducing the J.P. Morgan emerging markets bond index global (EMBI Global). Report. New York. Disponível em: [http://200.32.4.58/~ely/intro\\_embig.pdf](http://200.32.4.58/~ely/intro_embig.pdf), acesso em: 23/04/2006. 16 p.

PERSSON, T. 2001. *Do political institutions shape economic policy?* Cambridge, National Bureau of Economic Research, (NBER Working Paper, n° 8214). Disponível em: <http://www.nber.org.com>, acesso em: 23/04/2006. 33 p.

PERSSON, T. e TABELLINI, G. 2000. *Political economics: explaining economic policy*. Cambridge, Massachusetts Institute of Technology Press, 533 p.

POTTERS, J. e SLOOF, R. 1996. Interest groups: a survey of empirical models that try to assess their influence. *European Journal of Political Economy*, **12**:403-442.

TRICHES, D. 1999. A nova ordem internacional e a crise asiática. *Política Externas*, **7**(4):3-18.

TRICHES, D. 2003a. Uma análise de economia política e das atitudes dos grupos de interesse no Mercosul. *Revista de Economia e Administração*, **2**(2):59-74.

TRICHES, D. 2003b. *Economia política do Mercosul e aspectos monetários, cambiais e o Euro em perspectiva*, Caxias do Sul RS, EDUCS, 261 p.

## Anexo

## Medidas de classificação dos títulos emitidos no mercado internacional.

Grau/Agência	Moody's	Standard & Poor's	Fitch	Escala numérica
1) Grau de investimento				
i) Mais elevado "prime" Excelente	Aaa	AAA	AAA	1
ii) Alta qualidade	Aa1	AA+	AA+	2
	Aa2	AA	AA	3
	Aa3	AA-	AA-	4
iii) Superior	A1	A+	A+	5
	A2	A	A	6
	A3	A-	A-	7
iv) Médio superior	Baa1	BBB+	BBB+	8
	Baa2	BBB	BBB	9
	Baa3	BBB-	BBB-	10
2) Grau de especulação				
i) Médio	Ba1	BB+	BB+	11
	Ba2	BB	BB	12
	Ba3	BB-	BB-	13
ii) Médio inferior	B1	B+	B+	14
	Ba3	B	B	15
	Ba3	B-	B-	16
iii) Inferior	Caa1	CCC+	CCC+	17
	Caa2	CCC	CCC	18
	Caa3	CCC-	CCC-	19
iv) Inferior baixo	--	CC	CC	20
	--	C	C	21
	Ca <sup>(4)</sup>	SD <sup>(1)</sup>	DDD <sup>(3)</sup>	22
	C	D <sup>(2)</sup>	DD	23
	--	--	D	24

Fonte: Moody's, Fitch e S&P.

(1) Moratória parcial. (2) Moratória. (3) Moratória com possibilidade de recuperação parcial ou total do crédito. A classificação "DDD" representa 90% a 100% de probabilidade de recuperação do crédito e juros do título inadimplentes: "DD" indica que a possibilidade de recuperação é entre 50% e 90% e "D" menor do que 50%. (4) A classificação "Ca" e "C" são os que se encontram em moratória e oferecem pouca ou nenhuma segurança de recuperação integral do principal por parte dos investidores.

-- Não é aplicável

<sup>1</sup> Apenas para se ter uma idéia do tamanho desse mercado, conforme discutem Calvo *et al.* (1996), cerca de US\$ 670 bilhões de dólares dirigiram-se para os países em desenvolvimento da Ásia e da América Latina no período de 1990 a 1994, quando medido pela conta de capital desses países. Isso é aproximadamente cinco vezes o valor de

US\$ 133 bilhões de dólares dos fluxos dos cinco anos anteriores. Já os países com crises de dívida tiveram pouco ou nenhum acesso ao mercado de capitais.

<sup>2</sup> Uma importante resenha sobre os resultados empíricos e dos modelos usados na literatura pode ser vista em Potters Sloof (1996), Mitchell e Munger (1991), Kristov e Lindert (1992) e também nas obras de Drazen (2000), Persson e Tabellini (2000) e Krugman e Obstfeld (2000) ou, ainda de forma mais específica, em Alesina *et al.* (2001), Becker (1983) e Persson (2001).

<sup>3</sup> As principais atividades dos grupos de interesse, em influenciar a decisão na escolha de políticas, são: (a) influenciar e mobilizar os eleitores; (b) financiar as campanhas eleitorais; (c) fazer *lobbies* no congresso e no governo, e (d) pressionar a justiça por decisões de interesse próprio. Veja-se Triches (2003b)

<sup>4</sup> Krugman e Obstfeld (2000) mostram que os grupos de interesse “compram” políticas oferecendo contribuições condicionadas à política a ser seguida pelo governo. Os políticos têm como alvo o bem-estar, mas eles, certamente, estão dispostos a trocar uma redução no bem-estar dos eleitores por recursos adicionais com o propósito de financiar suas campanhas eleitorais.

<sup>5</sup> A tributação competitiva entre os países pode restaurar a credibilidade na direção de equilíbrio político de baixas alíquotas de impostos sobre o capital. Os partidos de direita são favorecidos quando o problema é de credibilidade política porque eles são menos propensos a tributarem o capital. Por outro lado, a competição internacional por tributação pode favorecer os candidatos de partidos de esquerda, porque são menos propensos a tributarem o fator trabalho.

<sup>6</sup> A forma mais prática de medir o risco é através dos títulos emitidos em moeda estrangeira.. Esses títulos estão livres de risco de moeda ou de depreciação da taxa de câmbio. Tais títulos têm o risco de crédito apenas que é igual à taxa de juros implícita maior, portanto, do que os títulos internacionais livres de risco de igual maturidade. Assim, para a maioria dos países, o mercado secundário dos títulos denominados em dólares dos mercados emergentes melhor expressa a percepção dos investidores do risco de crédito soberano. Esses mercados são, em geral, muito líquidos e não estão sujeitos à intervenção dos governos domésticos que poderiam afetar seus preços; veja-se Garcia e Lowenkron (2004).

<sup>7</sup> Esses títulos são conhecidos por *Junk Bonds*.

<sup>8</sup> Deve ser salientado que houve mudança nos procedimentos metodológicos na medição da taxa de desemprego. Esse fato implicou uma superavaliação da taxa em comparação à metodologia anterior..

<sup>9</sup> As medidas de classificação de risco completas encontram-se em anexo.