

Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento

Sub-projeto II. Abertura, financiamento externo e sistema financeiro doméstico

Relatório 1. Globalização financeira, integração e ciclos de liquidez

André Martins Biancareli

Índice

Sumário executivo	2
Introdução	5
II.1 Globalização financeira e inserção periférica, breves considerações teóricas	6
II.2 Padrões de inserção periférica na globalização financeira	10
II.3 Os ciclos da liquidez internacional para PEDs	26
II.4 O Brasil e os ciclos de liquidez	40
II.5 Perspectivas futuras: rumo ao <i>investment grade</i> ?	57
Bibliografia	63
Anexo I	65
Anexo II	73
Anexo III	74
Anexo IV	78

Sumário executivo

Este segmento da pesquisa tem como objetivo detalhar alguns dos condicionantes internacionais à operação da economia brasileira no contexto de integração produtiva, comercial e financeira, que definem a época da “globalização”. Especificamente, este sub-projeto se ocupa dos processos que ocorrem na órbita financeira da economia internacional, com destaque para a participação neste quadro das economias em desenvolvimento e, evidentemente, do Brasil. Além desse panorama geral, o objetivo é estudar os desdobramentos financeiros internos tanto das opções de inserção externa feitas pelo país, como das oscilações nas condições financeiras internacionais.

Este primeiro relatório está concentrado na primeira das duas grandes tarefas propostas: a caracterização do ambiente financeiro internacional, em alguns de seus traços mais importantes para uma economia como a brasileira. Para o segundo relatório, restará o estudo dos impactos financeiros domésticos do ambiente externo.

O trabalho neste primeiro relatório está dividido em cinco seções. Após (i) uma breve discussão introdutória que estabelece fundamentos teóricos da investigação, trata-se de (ii) construir um quadro comparativo, a partir dos dados relativos a estoques de ativos e passivos externos, da inserção de algumas das principais nações em desenvolvimento na globalização financeira. Posteriormente, o esforço é (iii) descrever os ciclos de liquidez para essas economias, outro traço marcante da realidade financeira dos últimos tempos. Dado esse pano de fundo, o próximo passo é (iv) detalhar a evolução das condições financeiras externas da economia brasileira, encerrando-se o trabalho com (v) um panorama das perspectivas futuras.

A introdução teórica (seção II.1) chama a atenção para alguns pontos importantes que sustentam o rumo adotado nesta pesquisa. No que se refere às interpretações mais convencionais sobre a época da globalização e a inserção de países periféricos nela, são destacados: por um lado as dificuldades de comprovação empírica dos benefícios teóricos da abertura financeira; por outro o reconhecimento do caráter desigual, concentrado nos países desenvolvidos, que assume a movimentação internacional de capitais. Para a visão que orienta essa pesquisa, a globalização é entendida como uma época muito mais de desafios do que de benefícios aos países em desenvolvimento, por conta de suas características estruturais, resumidas nas suas assimetrias monetárias e financeiras, e pelo caráter instável e volátil dos

fluxos de capital dirigidos a essas economias – que acabam assumindo a forma de ciclos de liquidez comandados primeiramente por fatores mais associados às economias centrais.

A caracterização dos padrões de inserção periférica na globalização através dos estoques de ativos e passivos externos (seção II.2) chega a algumas conclusões complementares, concentradas na descrição do caso brasileiro. Em meio a padrões nacionais bastante distintos em uma época cuja marca principal é o aumento generalizado da integração, o perfil da inserção brasileira aparece marcado por algumas características que, mais do que oportunidades, têm simbolizado desafios concretos ao desenvolvimento. Pelo lado quantitativo (acrescentando o indicador líquido ao grau de integração), é possível situar o Brasil, entre as economias emergentes de maior porte, como país relativamente integrado e que acumula mais passivos do que ativos externos. Refinando-se a análise, o país só fica atrás de Argentina e Uruguai no estereótipo de país latino-americano: relações financeiras com o exterior predominando sobre as comerciais em um nível muito maior do que nos países asiáticos. E, pelo lado qualitativo, tais estoques de ativos e passivos têm se concentrado em obrigações mais voláteis do que em outros casos nacionais, o que se revela preocupante diante das oscilações nos fluxos de capital.

É sobre essas oscilações que recaem as conclusões da seção II.3. O quadro que surge dos vários ângulos observados pode ser resumido em duas grandes ondas, ou o que se define aqui como os dois ciclos de liquidez para países em desenvolvimento na globalização: o primeiro localizado entre o início da década de 1990 e o ano de 2002; e o segundo se iniciando em 2003. Permeando essas duas grandes ondas, a ocorrência de mini-ciclos – breves interrupções do movimento geral, sustentado por fatores mais estruturais (notadamente as condições monetárias nos países centrais e a aversão ao risco dos aplicadores globais). Na discussão sobre as causas, a duração e a intensidade da “fase de cheia” do ciclo atual, emergem questões relativas à forma de organização das finanças (e do comércio) globais, e também um traço hoje generalizado por vários dos países em desenvolvimento: a disseminação dos superávits em conta corrente e a conseqüente acumulação de reservas internacionais numa escala inédita. Mesmo atenuando as perspectivas de crise, esses fatores não parecem garantir a continuidade infinita das atuais condições favoráveis da liquidez internacional.

Contra esse pano de fundo, a descrição das contas externas brasileiras (seção II.4) pode ter seus resultados divididos em duas partes. No que se refere aos fluxos, a idéia é que as condições de financiamento externo acompanham, nas suas grandes linhas, a oscilação cíclica da liquidez internacional, com importantes peculiaridades no ciclo atual: a menor intensidade e um

relativo “atraso” nos resultados líquidos, em grande parte explicados pela menor necessidade de recursos garantida pelos superávits em conta corrente; e uma “explosão” nos fluxos líquidos nos anos de 2005 e 2006, concentrada nas modalidades de investimento estrangeiro em ações negociadas no país e em títulos de renda fixa negociados no país. Quanto aos estoques – cuja situação também costuma oscilar ao longo das diferentes fases dos ciclos de liquidez – o traço distintivo do momento atual é a tendência de desendividamento, que precisa ser qualificada: a inclusão de outras formas de passivos mais líquidos (principalmente aquelas modalidades que mais crescem no período recente) torna as condições de liquidez e solvência muito menos tranqüilas do que quando analisadas com o foco somente no estoque de dívida externa.

Por fim, os principais resultados obtidos – as características quantitativas e qualitativas da inserção brasileira na globalização financeira; o formato geral e as peculiaridades mais recentes dos ciclos de liquidez para países em desenvolvimento; a intensidade e as novidades (positivas e negativas) da participação do Brasil nestes ciclos; as perspectivas e ameaças que pairam sobre as finanças internacionais – ajudam, na seção II.5, a acrescentar alguma cautela ao otimismo predominante em relação às perspectivas futuras, particularmente em relação à caminhada rumo ao *investment grade*. Ajudam também, ao longo do texto, a definir várias questões relativas aos desdobramentos financeiros internos de todo o quadro descrito, detalhadas na segunda parte da pesquisa.

Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento

Sub-projeto II. Abertura, financiamento externo e sistema financeiro doméstico

Relatório 1. Globalização financeira, integração e ciclos de liquidez

André Martins Biancarelli

Introdução

Este segmento da pesquisa tem como objetivo detalhar alguns dos condicionantes internacionais à operação da economia brasileira no contexto de integração produtiva, comercial e financeira, que definem a época da “globalização”. Especificamente, este sub-projeto se ocupa dos processos que ocorrem na órbita financeira da economia internacional, com destaque para a participação neste quadro das economias em desenvolvimento e, evidentemente, do Brasil. Além desse panorama geral, o objetivo é estudar os desdobramentos financeiros internos tanto das opções de inserção externa feitas pelo país, como das oscilações nas condições financeiras internacionais.

Este primeiro relatório está concentrado na primeira das duas grandes tarefas propostas: a caracterização do ambiente financeiro internacional, em alguns de seus traços mais importantes para uma economia como a brasileira. Para o segundo relatório, restará o estudo dos impactos financeiros domésticos do ambiente externo.

O trabalho neste primeiro relatório está dividido em cinco seções além desta introdução. Após (i) uma breve discussão que estabelece fundamentos teóricos da investigação, trata-se de (ii) construir um quadro comparativo, a partir dos dados relativos a estoques de ativos e passivos externos, da inserção de algumas das principais nações em desenvolvimento na globalização financeira. Posteriormente, o esforço é (iii) descrever os ciclos de liquidez para essas economias, outro traço marcante da realidade financeira dos últimos tempos. Dado esse pano de fundo, o próximo passo é (iv) detalhar a evolução das condições financeiras externas da economia brasileira, encerrando-se o trabalho com (v) um panorama das perspectivas futuras.

II.1 Globalização financeira e inserção periférica, breves considerações teóricas

Mesmo não sendo um trabalho de natureza teórica, julga-se conveniente iniciar este relatório com algumas considerações que ajudam a justificar os temas e abordagens presentes nas sessões posteriores. Assim sendo, algumas discussões sobre a “globalização financeira”, suas características e efeitos, particularmente sobre os países em desenvolvimento (doravante, PEDs), podem ser brevemente apresentadas e comentadas.¹

Um dos pontos de partida deste e de inúmeros outros estudos é a idéia de que a economia internacional apresenta, desde meados da década de 1980, um conjunto de características que dão especificidade ao período, dentre as quais se destacam profundas alterações no relacionamento financeiro entre as nações, cuja face mais notável é a ampliação dos fluxos internacionais de capital. A simples constatação desse fato já envolve um bom número de controvérsias que vão além do escopo deste trabalho, mas não parece prudente tomar os termos “globalização” e, no caso, “globalização financeira”, como sinônimos apenas do aumento da integração entre os países, mero fenômeno quantitativo por vezes atribuído a fatores “neutros” como o progresso tecnológico, a redução dos custos de transação, e as inovações financeiras em si, resultados do avanço das forças de mercado.

Esta visão é, na realidade, parte da interpretação dominante e de natureza liberal sobre o fenômeno, que vem acompanhada por uma série de outras idéias. As mais disseminadas, provavelmente, são as relativas aos supostos benefícios da liberdade de movimentação dos capitais entre as fronteiras, que podem ser resumidos a quatro: (i) compartilhamento e diversificação de riscos entre diferentes países; (ii) financiamento de desequilíbrios passageiros de balanço de pagamentos; (iii) acesso à poupança externa para o financiamento do investimento e do desenvolvimento; e (iv) disciplina sobre a política econômica.²

À parte o caráter ideológico implícito no ponto (iv) – a idéia de disciplina obviamente pressupõe a existência de uma política econômica “correta”, imposta e vigiada pelos fluxos livres de capital –, os demais argumentos vêm sofrendo, nos últimos tempos, contestações

¹ As discussões teóricas sobre a outra dimensão do projeto – a forma de organização do sistema financeiro doméstico, as relações Estado/mercado nesse setor, as conseqüências da liberalização, etc. – entrarão como introdução ao segundo relatório.

² Esta lista, evidentemente, sofre algumas variações conforme o autor. Do jeito que está aqui ela corresponde, aproximadamente, à forma apresentada por Obstfeld & Taylor (2004, seção 1.1), com uma diferença: os dois últimos itens lá estão unidos em torno a um mesmo título (*Intertemporal trade*, pp. 8-9) que tem claramente duas dimensões, uma de curto prazo, referente ao ajuste no balanço de pagamentos e outra, relativa ao longo prazo e ao financiamento do investimento. Em palavras bastante parecidas as mesmas vantagens aparecem no muito citado texto de Fischer (1998). Os trabalhos comentados na seqüência de alguma forma também resumem tais argumentos favoráveis.

mesmo no interior do *mainstream* mais favorável às finanças liberalizadas. O pano de fundo para um intenso esforço de pesquisa, em várias direções, é a dificuldade de comprovar empiricamente as relações estabelecidas na teoria entre a abolição dos controles sobre a movimentação internacional de capitais e elevação do crescimento econômico.³

Essa dificuldade, também em grande parte influenciada pela sucessão de crises ocorrida na segunda metade dos anos 1990, tem gerado algumas dissidências internas importantes⁴ e um tom geral muito mais comedido na defesa da abertura financeira⁵ por parte dos PEDs – geralmente acompanhado de uma ênfase não inédita na “seqüência correta” de reformas. Mas, mesmo entre aqueles que se mantêm fiéis aos pressupostos liberais mais tradicionais nesta questão, duas contribuições recentes poderiam ser citadas como exemplos das dificuldades impostas pelo tema.

Após uma vasta revisão da literatura teórica e empírica, Kose *et al.* (2006) sugerem, diante da impossibilidade de verificação prática dos benefícios tradicionais da integração (particularmente em relação aos pontos (i) e (iii) acima citados) e do desgaste progressivo da agenda da abertura, a existência de benefícios colaterais, indiretos, cujos efeitos demorariam a ser percebidos. O desenvolvimento institucional e dos mercados financeiros domésticos (além da melhora na estrutura de governança, e da disciplina macroeconômica já citada), seriam resultados que viriam com o tempo, e tenderiam a elevar a produtividade total dos fatores, reduzir a volatilidade do consumo e, acima de tudo, entregar o benefício último prometido: a aceleração na taxa de crescimento do produto. A idéia é que, se certos pré-requisitos mínimos estiverem presentes, os países abertos devem ter paciência e não se deixar influenciar pelas adversidades de curto prazo.⁶

Obstfeld & Taylor (2004), por sua vez, depois de ampla demonstração empírica da evolução na mobilidade internacional do capital a longuíssimo prazo, se detém, nos capítulos 7 e 8, em um conjunto de evidências que desafiam abertamente os benefícios teóricos desta mobilidade (pelo menos no que se refere aos PEDs). Os fluxos de capital sempre foram (a

³ Dificuldade documentada, por exemplo, em Eichengreen (2001) e Edison *et al.* (2002), além de todas as outras referências citadas em Kose *et al.* (2006).

⁴ Cujas vozes mais ouvidas são J. Stiglitz (2000; 2002) e D. Rodrik (1998).

⁵ Prefere-se aqui esse termo ao invés de “liberalização financeira”, facilmente confundível com as mudanças no sistema financeiro doméstico, que serão objeto da segunda parte da pesquisa.

⁶ Os pontos falhos desse “último grito” dos defensores da globalização financeira são explicitados pelos próprios autores, já nas figuras explicativas do novo raciocínio (p. 6): *Financial globalization leads to better macroeconomic outcomes when certain threshold conditions are met. This generates a deep tension as many of the threshold conditions are also on the list of collateral benefits.*

despeito dos diferenciais de rendimentos, dotação de fatores, etc.) viesados em direção aos países ricos – e isso é atualmente ainda mais verdade do que na época anterior de alta mobilidade, durante o padrão-ouro, apesar dos incentivos atuais na direção contrária serem maiores. Muito mais do que a alocação internacional eficiente da poupança, o motor dos fluxos internacionais de capital parece ser a diversificação internacional das carteiras dos aplicadores, geralmente restrita a alguns poucos países desenvolvidos. Para explicar tal resultado – também conhecido como “paradoxo de Lucas”⁷ – são chamados a testemunhar aspectos não muito distantes dos vistos no parágrafo acima: a falha seria a ausência, entre os PEDs, de alguns pré-requisitos necessários, particularmente aqueles levantados pela literatura de economia institucional que enfatiza a garantia dos direitos de propriedade. Independente do grau de satisfação com essa explicação, parece válido registrar as (fortes) palavras, desses autores insuspeitos, que descrevem o período estudado (p. 241):

“Thus, globalized capital markets are back, but with a difference. Capital transactions today seem to be mostly a rich-rich affair, consistent with the picture of modern capital flows as mostly ‘diversification finance’ rather than ‘development finance’.”

Na perspectiva teórica à qual a presente pesquisa se alinha, a “globalização financeira” (a partir daqui sem aspas) é encarada com vários graus a mais de ceticismo, indo além e explicando de maneira distinta tais “paradoxos” identificados pela análise convencional.

Ela seria, antes de mais nada, uma época marcada não apenas pela elevada mobilidade internacional do capital, mas também por outras características combinadas entre si: predominância do regime de taxas flutuantes de câmbio; simultaneidade e rápida disseminação de um importante conjunto de inovações financeiras (securitização, desenvolvimento dos mercados de derivativos, emergência de investidores institucionais); alterações na institucionalidade dos sistemas bancários (principalmente a tendência à universalização); e o exercício, pelo dólar estadunidense, do papel de moeda reserva do sistema internacional de maneira livre das amarras e contradições presentes em outros arranjos monetários precedentes.⁸

Na construção desse novo quadro que substitui a ordem regulada de Bretton Woods, para além dos fatores “neutros” e das reações do mercado às mudanças no ambiente

⁷ Lucas (1990), trabalho cujo título (“por que o capital não flui dos países ricos para os pobres?”) explicita a questão intrigante, definida pelo autor como provavelmente a maior discrepância entre a teoria neoclássica e a realidade observada nas transações internacionais.

⁸ Para um resumo das características, ver Carneiro (2002, cap. 7). Sobre a peculiar supremacia do dólar no período, a referência principal é Serrano (2002).

internacional, também não podem ser menosprezados os aspectos políticos (inerentes à escolha entre regimes monetário-cambiais e graus de liberdade para a movimentação do capital), nem o papel das “ações e não-ações” dos principais Estados nacionais condutores do processo.⁹ Outro ponto a ser destacado diz respeito às conseqüências das mudanças estruturais apontadas. Tais alterações acabam conferindo aos fluxos características que, para além da ampliação de magnitude, resultam em uma dinâmica instável e assimétrica do sistema financeiro internacional – à qual estão associados os riscos e problemas da integração “imprudente” por parte dos PEDs.

Instável porque comandada pela lógica do ganho de curto prazo, pela busca da “antecipação da opinião média do mercado”, que se estende a uma vasta fatia das transações financeiras na esteira da securitização generalizada; e assimétrica principalmente em três dimensões desfavoráveis aos PEDs: a monetária (relativa à inferioridade hierárquica das suas moedas no plano internacional¹⁰), a macroeconômica (relativa às dificuldades muito maiores de exercício autônomo da política econômica no ambiente de abertura e liberalização), e finalmente a financeira (relativa à diminuta participação dos recursos destinados a essas praças nas carteiras dos grandes aplicadores globais, e também aos determinantes de tais fluxos de capital, predominantemente exógenos às condições domésticas).¹¹

Objetivamente, a instabilidade e a assimetria têm se materializado no comportamento cíclico da liquidez internacional dirigida a esses países, comandado em seus impulsos fundamentais por fatores externos a eles. Nos momentos em que as condições nos países centrais permitem e incentivam (geralmente uma redução conjuntural nas taxas de remuneração das aplicações financeiras e/ou uma redução na aversão ao risco por parte dos aplicadores lá domiciliados), é disparado um movimento de *search for yield* que acaba envolvendo mesmo praças financeiras nas quais a situação local não recomendaria aplicações de risco. Para possibilitar esse envolvimento, as condições mínimas exigidas das “vítimas” do movimento são o diferencial de rendimentos e a liberdade de entrada e saída – que, no caso de boa parte dos PEDs mais importantes, foi garantida por meio de processos de abertura financeira desencadeados a partir do final da década de 1980. Ficam esses países, a partir de então,

⁹ As referências principais para essas duas idéias são, respectivamente, Eichengreen (1996) e Helleiner (1994).

¹⁰ Seriam “moedas inconversíveis”, já que incapazes de desempenhar, no plano internacional, qualquer das três funções clássicas. Sobre o conceito e suas decorrências, ver Carneiro (2006).

¹¹ Prates (2002) trata teoricamente da dinâmica instável (cap. 2) e das assimetrias (cap. 3). Em relação a estas últimas, uma de suas principais referências é Ocampo (2001).

expostos em grau muito mais elevado aos benefícios (que a literatura apologética tem razoável dificuldade para verificar e justificar) e às adversidades da alta mobilidade internacional do capital por suas fronteiras.

Com todos esses parâmetros teóricos em mente, o ano de 1990 pode assim ser tomado como ponto inicial da inserção periférica na globalização financeira, não só por esses processos de abertura (que nos países centrais datam de alguns anos antes), mas também pela verificação prática do início do primeiro ciclo de liquidez para PEDs. A descrição de tais ciclos é o tema da seção II.3, mas antes vale a pena examinar a característica mais consensual (e mais estrutural) desta época.

II.2 Padrões de inserção periférica na globalização financeira

Pelos motivos que acabam de ser comentados, o período histórico que parece mais relevante observar tem início na década de 1990. Se o decênio anterior havia sido, para os PEDs em geral, uma época de escassez de financiamento externo (ainda que com diferenças regionais importantes), a partir desta data a marca principal é mesmo o aumento na integração financeira internacional. Tão importante quanto descrevê-la é atentar para suas peculiaridades, com atenção especial aos padrões distintos da inserção periférica na nova situação das finanças globais. É isto que se procura fazer nesta seção: depois de uma breve descrição dos dados e da metodologia utilizados, passa-se aos resultados propriamente ditos, com destaque para a posição da economia brasileira dentro do quadro mais geral.

Na vasta literatura empírica sobre integração financeira e seus efeitos, um primeiro problema prático bastante discutido se refere à forma de quantificar o fenômeno em tela – o grau em que determinada economia (não) restringe as transações financeiras transfronteiras. As alternativas utilizadas pelos pesquisadores podem ser divididas em medidas baseadas em informações qualitativas, de um lado, e quantitativas de outro (ou, na definição de Kose *et al.*, 2006; medidas *de jure* e *de facto*). Entre as primeiras, também há grande variedade de indicadores construídos, que vão desde os mais simples e binários, que se baseiam nos registros oficiais do FMI (em seu *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*) para determinar se os países possuem ou não controles de capital (usado por exemplo em Rodrik, 1998); até outros mais refinados, que entram na descrição dos tipos de controle atribuindo-lhes pesos distintos (como em Quinn 1997), e/ou são fruto do estudo da legislação específica de cada país

(Chinn & Ito, 2006; Edwards, 2005).¹² Há vários problemas na transformação de realidades institucionais e históricas complexas em *proxies* para uso em testes econométricos (em geral não conclusivos, como já comentado) e, de todo modo, não é esse o tipo de análise privilegiado nesta pesquisa.¹³

Parece mais adequado, para os objetivos de construção de um panorama comparativo da inserção financeira de diferentes PEDs, partir de dados já propriamente quantitativos e acessíveis (ainda que não se tome como sinônimos, aqui, o grau de abertura aos fluxos de capital e a quantidade de recursos que de fato entra ou sai pelas fronteiras do país¹⁴). Para tanto, optou-se por dados relativos a estoques, já que a idéia é captar o movimento de prazo mais longo, menos sujeito às oscilações conjunturais que – característica essencial do período de globalização financeira – serão objeto da seção II.3.

As estimativas de ativos e passivos externos calculadas e disponibilizadas por Lane & Milesi-Ferreti (2006) para 145 países no período 1970-2004 foram tomadas como fonte dos dados primários.¹⁵ Em tal base de dados, os ativos e passivos externos estão divididos em quatro categorias: **ações** (*portfolio equity*); **investimento direto**; **dívida**, que agrupa títulos (*portfolio debt*) e as demais formas de empréstimos (registrados como *other investment*); e os **derivativos financeiros**. Além disso, no lado dos ativos, há uma quinta categoria: **reservas** exclusive ouro.

Dois recortes principais foram feitos na amostra: o primeiro temporal, restringindo os dados ao período 1980-2004 (a “década perdida” entra aqui para reforçar o contraste com o período seguinte); e o segundo espacial, concentrando a análise nos PEDs e, dentre esses, em uma amostra de 29 países que pode ser tomada como conjunto das “economias emergentes”.¹⁶

Além da discriminação da estrutura de ativos e passivos para os agregados e alguns casos nacionais selecionados, foram utilizados primeiramente dois indicadores: um de **integração financeira** – definido como a soma de ativos mais passivos externos em relação ao PIB – e outro de **posição externa líquida** – ativos menos passivos em relação ao PIB. Assim,

¹² Para um balanço completo das tentativas de mensuração, ver Kose et al. (2006, pp. 12-15) e Edison et al. (2002; 2004).

¹³ A descrição do processo de abertura financeira no caso brasileiro é tarefa para o segundo relatório.

¹⁴ São, antes de tudo, informações complementares.

¹⁵ Kose *et al.* (2006) também utilizam tais dados para sua análise quantitativa (ainda que com agrupamentos e períodos distintos). Edison *et al.* (2002) se valem dos dados mais restritos da estimativa anterior dos mesmos autores (Lane & Milesi-Ferreti, 2001) para compor o seu amplo painel de *proxies* para a integração financeira.

¹⁶ Os países são os seguintes, divididos por região: China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coreia, Tailândia; Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai, Venezuela; Bulgária, Rep. Tcheca, Hungria, Polônia, Romênia, Rússia, Eslováquia e Turquia; Argélia, Egito, Marrocos, África do Sul e Tunísia. É a mesma amostra utilizada pelo *Institute of International Finance*, como será visto na seção II.3.

podem ser avaliados de forma conjunta tanto o grau de importância das transações financeiras com o exterior, quanto o resultado líquido de tais transações, ambos acumulados ao longo do tempo e sempre em relação ao tamanho da economia.

Sobre este, aliás, repousa outra opção metodológica. Ao longo do texto utiliza-se no denominador o PIB em US\$ correntes (constante da própria base de Lane & Milesi-Ferretti, 2006) mas, para efeitos de comparação, apresenta-se, no Anexo I (Gráficos 3 a 8), todos os mesmos cálculos feitos a partir dos PIBs pela paridade do poder de compra, seguindo as estimativas da base de dados do *World Economic Outlook* do FMI. A favor do primeiro procedimento, escolhido, a pronta disponibilidade de dados e o fato dos ativos e passivos estarem calculados seguindo esse mesmo critério. Por outro lado, a justificar também o uso das estimativas com base na PPP, as distorções provocadas nos indicadores por intensas desvalorizações cambiais (vários países da amostra passaram por episódios de grave crise cambial no período analisado, resultando em elevações “artificiais” nos indicadores apresentados¹⁷), além do fato notório de economias como a chinesa e a indiana terem seu tamanho bastante subestimado quando medidas em US\$ correntes. Ressalte-se que esse segundo cálculo, para ser mais rigoroso, exigiria a transformação dos ativos e passivos também em dólares com base na paridade do poder de compra, o que não foi possível realizar; tome-se então esse conjunto de resultados apenas como um controle para as distorções acima citadas.

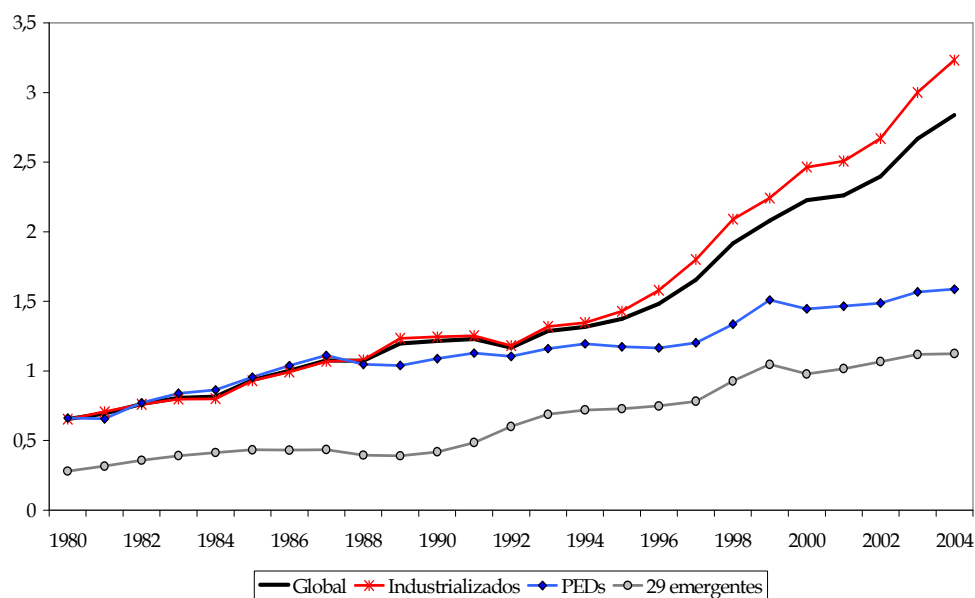
Adicionalmente, com o objetivo de refinar a análise, o indicador de integração financeira foi recalculado tendo como denominador não mais o PIB em uma das suas formas, mas sim a corrente de comércio (exportações mais importações de bens e serviços não-fatores). Pretende-se assim avançar na caracterização da inserção financeira, contrastando-a com a inserção produtiva/comercial das diferentes economias. Dito de outro modo, esse procedimento significa comparar a soma de ativos e passivos externos apenas com a parte comercializável internacionalmente do produto de cada economia.

Um último comentário se refere à forma de apresentação dos dados. Nesta e nas próximas seções, como o objetivo é ressaltar muito mais os movimentos e as comparações, sem maiores preocupações com os números absolutos e/ou com a construção de relações estatísticas entre as variáveis, optou-se pela utilização de gráficos para ilustrar os resultados obtidos. Que, feitas essas advertências, passam a ser apresentados.

¹⁷ O contraste aparece de forma mais nítida nos casos de Indonésia e Tailândia, como pode ser visto no Anexo I.

O primeiro traço, bastante geral, a ser destacado, é a inegável tendência de aumento da integração financeira entre os países – movimento iniciado na segunda metade da década de 1980, mas decisivamente acelerado no decênio seguinte. Tão claro quanto isto está o fato de que a tendência global responde muito mais aos fenômenos ocorridos nas economias industrializadas¹⁸ do que no “resto” todo – que apresenta níveis e velocidades de integração muito inferiores. No que se refere ao subconjunto dos PEDs aqui isolado (as 29 economias emergentes), os valores são ainda menores, mantendo certa distância constante em relação ao grupo mais amplo (Gráfico 1).

Gráfico 1: Integração financeira, economia global e blocos (1980-2004)



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

A principal explicação para essas características gerais é o caráter, já citado na seção II.1, de *rich-rich affair* que historicamente assumiu a movimentação financeira internacional. Trata-se simplesmente da explicitação, para os tempos de globalização financeira, da principal motivação dos fluxos de capital transfronteiras: a diversificação de riscos, que deixa de fora (das “cestas nas quais se distribui os ovos”) aquelas praças financeiras com passado turbulento, moedas inferiores, etc. O fato de essa distância ter se evidenciado ainda mais após os processos de

¹⁸ Que nessa base são os seguintes: Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Islândia, Irlanda, Itália, Japão, Luxemburgo, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça.

abertura e liberalização só reforça os argumentos contrários às visões mais apologéticas da globalização.

Em relação ao segundo traço – a distância dos 29 emergentes em relação ao conjunto de todos os PEDs – provavelmente atuam dois fatores complementares: a inclusão, neste subgrupo, das maiores economias não-desenvolvidas, o que ajuda a diminuir o indicador pelo tamanho do denominador (Brasil, China, Índia e Rússia são os exemplos mais eloquentes, mesmo pelo método dos US\$ correntes, que subestima os PIBs); e o grau desproporcional de integração financeira assumido por alguns PEDs não classificados como emergentes (com destaque para grandes praças financeiras e “paraísos fiscais”, além dos grandes exportadores de petróleo do Oriente Médio).

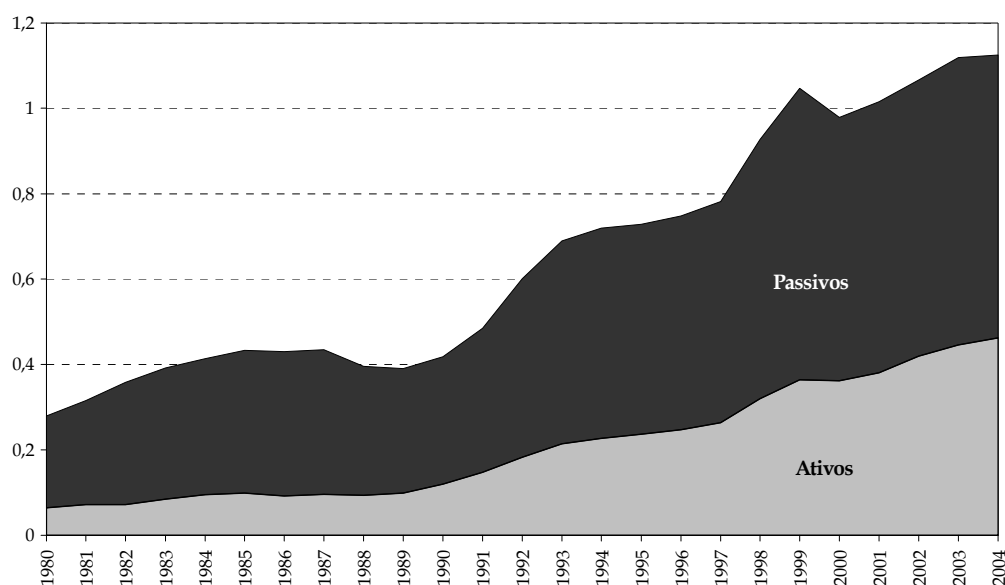
Sobre a integração destes 29 emergentes, a análise ainda em bloco já fornece uma série de elementos relevantes. De partida, destaque para o crescimento mais intenso – e mais sujeito a mudanças de ritmo – dos passivos do que dos ativos externos como proporção do PIB (Gráfico 2), a indicar uma integração marcada, no conjunto, pela posição externa líquida negativa – da qual se tratará adiante. Chamam a atenção, assim, a explosão dos passivos de 1997 a meados de 1999 – que se liga intimamente às crises pelas quais passaram alguns dos componentes do grupo – e a tendência de estabilização ou queda relativa dos passivos no final do período considerado, enquanto os ativos seguiam crescendo. Provavelmente tal tendência se acentuou nos anos de 2005 e 2006, ainda não presentes na base de dados original.

Isso porque, como mostra o Gráfico 3, o componente dos ativos que mais cresce nos últimos anos, levando consigo o total, são as reservas; enquanto que pelo lado dos passivos o responsável pela ligeira queda é o total de endividamento por títulos e outros meios. Ambas as tendências se acentuaram nos dois anos seguintes para os emergentes como um todo.

Além desse ganho de importância relativa das reservas pelo lado dos ativos (a partir de 2003 superando os instrumentos de dívida), o Gráfico 3 também mostra que os ativos e (principalmente) os passivos na forma de ações são uma “novidade” recente, característica da inserção de tais países na globalização financeira a partir de 1990 – o que provavelmente se repetiria para o endividamento sob a forma de títulos (se esse componente estivesse isolado dos empréstimos tradicionais na base de dados original). Ou seja, dentro do grupo “dívida”, cuja parcela entre os passivos é a que menos se movimenta, certamente há uma substituição importante entre os tipos de instrumentos financeiros utilizados. Pelo lado do IDE, lado a lado com uma forte expansão do estoque de investimento recebido, há também um lento e contínuo

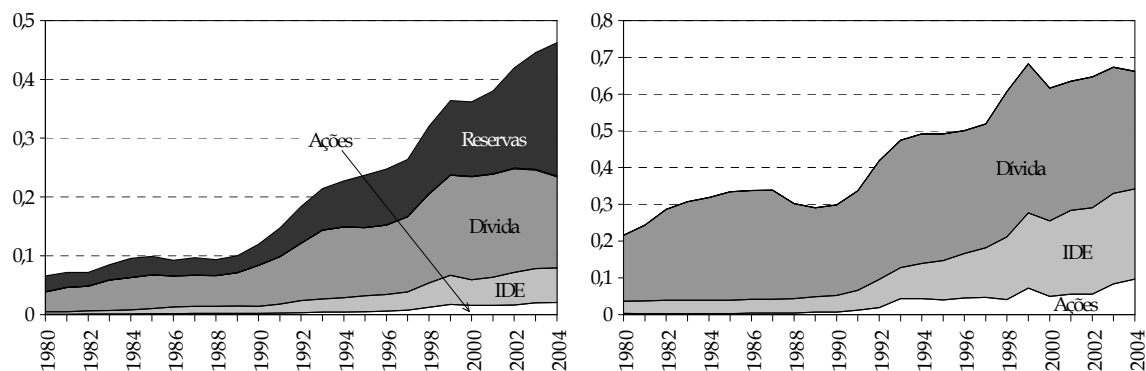
aumento dos ativos desta modalidade (movimento que consta também ter se acentuado nos anos de 2005 e 2006). O último tipo de ativos e passivos (os derivativos financeiros) não assumiu valores significantes a ponto de aparecer nos gráficos em nenhum ano – e a partir daqui não são analisados em detalhe.

Gráfico 2: Integração financeira, ativos e passivos como % do PIB, 29 emergentes (1980-2004)



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

Gráfico 3: Integração financeira, ativos e passivos em relação ao PIB, 29 emergentes (1980-2004)



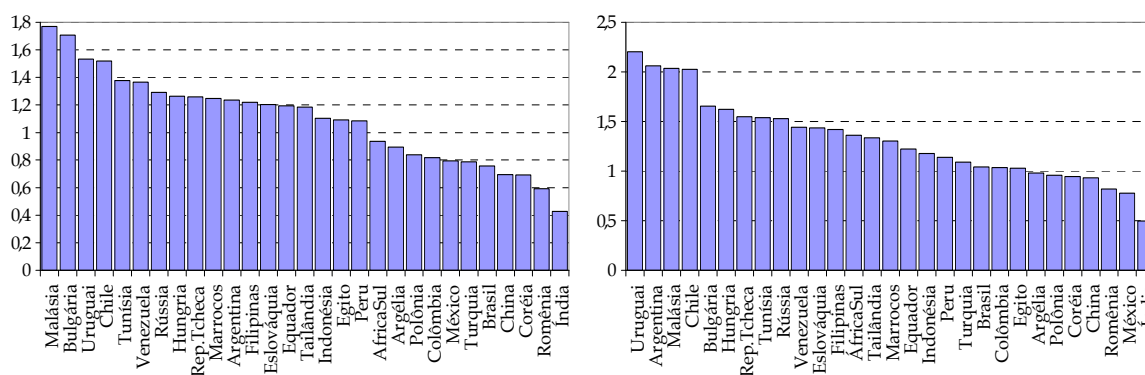
Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

Se, de um lado, tais países parecem acumular crescentemente ativos à disposição dos bancos centrais para atuação no mercado de câmbio (reservas), revelando preocupação e capacidade para lidar com a volatilidade característica dos fluxos de capital contemporâneos;

por outro lado cresce constantemente entre os passivos justamente a parcela das formas mais líquidas e voláteis de obrigações financeiras com o exterior (ações e, implícitas no total de dívidas, os títulos), indicando possibilidades mais concretas de fugas de capital e crises. Como se verá adiante, não se trata de um padrão uniforme.

Analisando individualmente cada um dos 29 países – por meio das médias anuais para os períodos mais relevantes (Gráfico 4) ou da evolução, ano a ano entre 1980 e 2004 desse indicador (Gráfico 1, no Anexo I) – o contraste de situações nacionais se explicita, em meio ao movimento generalizado de aumento na integração. Contraste que, diga-se de passagem, seria muito maior se tivessem incluídos na amostra três países asiáticos que, apesar (e por causa) do pequeno tamanho, são importantes praças financeiras, com indicadores de integração muito superiores aos mostrados abaixo: Hong Kong, Cingapura e, em menor medida, Taiwan.¹⁹

Gráfico 4: Integração financeira, médias por país (1990-2004) e (2000-2004)



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

Entre as economias em desenvolvimento com as quais se trabalha aqui, tomando-se o valor médio do período 1990-2004 (1,1) a divisão da amostra resulta em um grupo heterogêneo de países.²⁰ Abaixo desse patamar se situam (em ordem decrescente) Egito, Peru, África do Sul, Argélia, Polônia, Colômbia, México, Turquia, Brasil, China, Coréia, Romênia e Índia; e acima todos os demais 16 países, da Indonésia à Malásia (este o mais integrado). O critério regional, portanto, não parece a princípio ser um bom guia para caracterizar graus distintos de integração

¹⁹ O indicador de integração para Taiwan, na média 1990-2004 até que não é tão alto (1,379; menor que os de Malásia, Bulgária, Uruguai e Chile), mas apresenta um movimento de crescimento explosivo no fim do período, chegando próximo a 3,0 em 2004. Para Cingapura (6,3) e Hong Kong (12,6) as médias já são bastante eloquentes.

²⁰ A utilização da mediana (2,2) alteraria em muito pouco o quadro.

financeira externa: há representantes das quatro regiões emergentes nas mais variadas posições do espectro.

Digno de nota também é o fato de que, quando as médias do indicador são calculadas apenas para os últimos quatro anos da amostra, restam abaixo do valor médio anterior onze dos treze do período mais longo – sinal da tendência de elevação da integração, também explícita no fato de que essa redução do período analisado faz aumentar os valores médios em 26 dos 29 casos (as exceções são México, Bulgária e Egito) – com Argentina, Uruguai e Chile, nessa ordem, liderando a aceleração, a partir de níveis já elevados de integração.

Esse tipo de agregação, dentro das regiões, mostra uma capacidade maior de caracterização: juntando a Venezuela aos três do Cone Sul tem-se um grupo latino-americano de elevada integração; e o mesmo se pode afirmar para os tigres asiáticos de segunda geração (ou Asean-4): Malásia, Filipinas, Tailândia e, em menor medida, Indonésia. No outro lado do espectro, parece nítida a proximidade entre China e Índia (como uma parcela pouco integrada da Ásia) e, do mesmo modo mas guardadas certas proporções, entre Brasil e México na América Latina. Da “Europa Emergente” e dos africanos selecionados, não se consegue extrair traços nítidos que permitam agrupamentos regionais.

Feitas essas tentativas, o critério que se mostra mais apropriado é o do tamanho das economias: as maiores tendem a ser menos integradas. Ressalvada certa redundância (trata-se justamente de um indicador relativo ao PIB) isso possibilita a seleção de uma amostra menor e mais relevante para análise detalhada. O critério aqui (inevitavelmente arbitrário) foi o de incluir apenas as economias que correspondiam, na média de 1990 a 2004, a mais de 1% do PIB global segundo o critério da PPP.²¹ Restam assim China (10,7% da economia mundial); Índia (5,1%); Brasil (2,8%); Rússia (2,6%); México (1,9%); Indonésia (1,6%) e Coreia (1,5%). Trata-se agora, portanto, de comparar os graus de integração financeira apenas dos grandes PEDs.

Essa restrição altera, de cara, a posição relativa do Brasil. Se no conjunto dos 29 o país era apenas o 25º mais integrado na média de 1990-2004 (20º entre 2000-2004); na comparação mais relevante com outras grandes economias só restam três (Rússia, Indonésia e México) com maior grau de integração no período mais longo, e na média dos últimos quatro anos avança-se para a terceira posição neste *ranking*. Postos semelhantes, ainda que com importantes mudanças na colocação dos “concorrentes”, são obtidos para o Brasil quando o cálculo é feito tomando o PIB

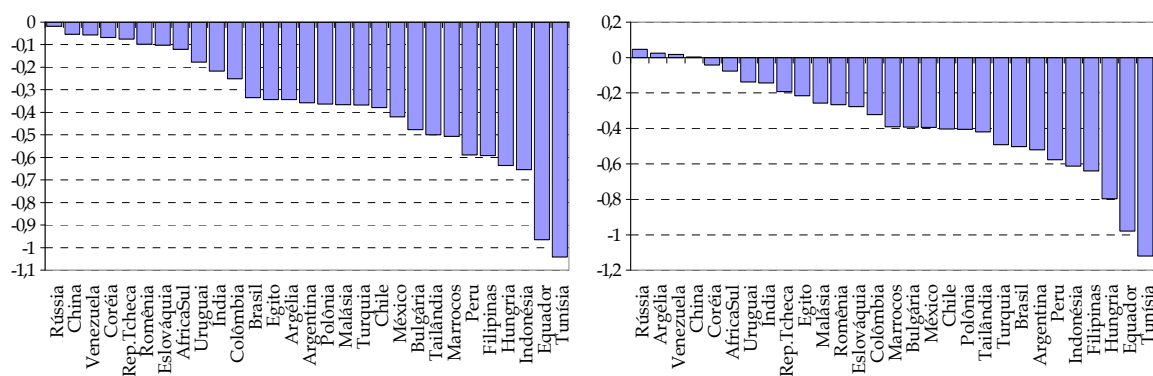
²¹ De acordo com cálculos do FMI presentes na *World Economic Outlook* database, setembro de 2006.

pela paridade do poder de compra.²² É, no entanto, com a agregação de três outros tipos de informações que se permite compor um quadro mais adequado da inserção financeira periférica.

O primeiro deles se refere ao resultado líquido da interação entre ativos e passivos, a chamada posição externa líquida, sempre em relação ao PIB. Repete-se aqui o procedimento utilizado para o grau de integração: o Gráfico 5 mostra as médias 1990-2004 e 2000-2004, e o Gráfico 2 do Anexo I a evolução ano a ano entre 1980 e 2004, para cada um dos 29 países emergentes.

Inicialmente, os dados apresentados justificam o cálculo das médias para os dois períodos, dado que, apesar das enormes distâncias, em todos os casos o resultado era negativo quando a conta incluía os números da década de 1990. Para os últimos quatro anos disponíveis, Rússia, Argélia, Venezuela e (muito próxima ao equilíbrio) China passam a ter posição externa líquida positiva, reflexo da melhora recente; além disso, em 16 dos 29 casos o indicador melhorou na comparação entre as duas médias, o que também é perceptível na análise ano a ano (Gráfico 2, Anexo I).

Gráfico 5: Posição externa líquida/PIB, médias por país (1990-2004) e (2000-2004)



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

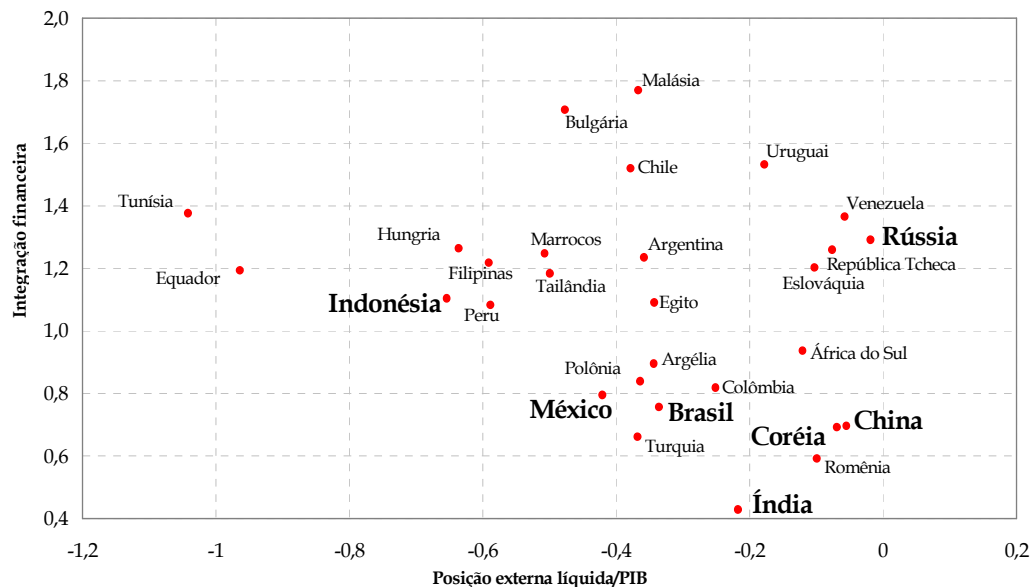
Uma das exceções ao ambiente de melhora é a situação brasileira. No total de 29, o país aparece em 12º no *ranking* para o período 1990-2004, enquanto entre 2000 e 2004 aparecem na sua frente 21 economias. Entre os sete maiores, só ficam em pior situação que a brasileira a

²² Ver, no Gráfico 4 do Anexo I, que tanto na média 1990-2004 quanto 2000-2004, o Brasil ocupa a posição de 20º país mais integrado no agregado mais amplo e 4º na amostra mais restrita de 7. A mudança de forma de cálculo causa impactos importantes no caso da Coréia (que ganha várias posições), Rússia (que perde) e principalmente Indonésia, que despenca de posições intermediárias para as últimas. Eleva-se também a distância que separa China e Índia dos outros emergentes.

Indonésia e o México – este último apenas para o período mais longo, já que a partir de 2000 melhora a sua posição externa líquida e supera a posição brasileira. Já em relação à Indonésia, cabe ressaltar que os seus valores estão inflados pelos acontecimentos de 1998-99, quando a combinação de recessão e crise cambial em decorrência da crise asiática levam a um súbito aumento deste e do indicador anterior, em grande parte por conta da queda do PIB em US\$ correntes. Assim, o cálculo pela PPP, que suaviza as variações cambiais (Gráficos 5 e 6, Anexo I) coloca a posição externa líquida deste país praticamente junto da brasileira na primeira média e acima desta na segunda.

Ou seja, a posição da economia brasileira, se num retrato mais amplo aparece como intermediária em termos tanto de integração como de posição externa líquida, se revela de alta integração e baixos valores líquidos quando a amostra se restringe aos sete emergentes mais relevantes – e isso se acentua no período mais recente. É o que se pode visualizar nos Gráficos 6 e 7 que, como retrato do painel comparativo feito até aqui, localizam os 29 países de acordo com as duas informações analisadas.

Gráfico 6: Integração financeira x Posição externa líquida (média 1990-2004)

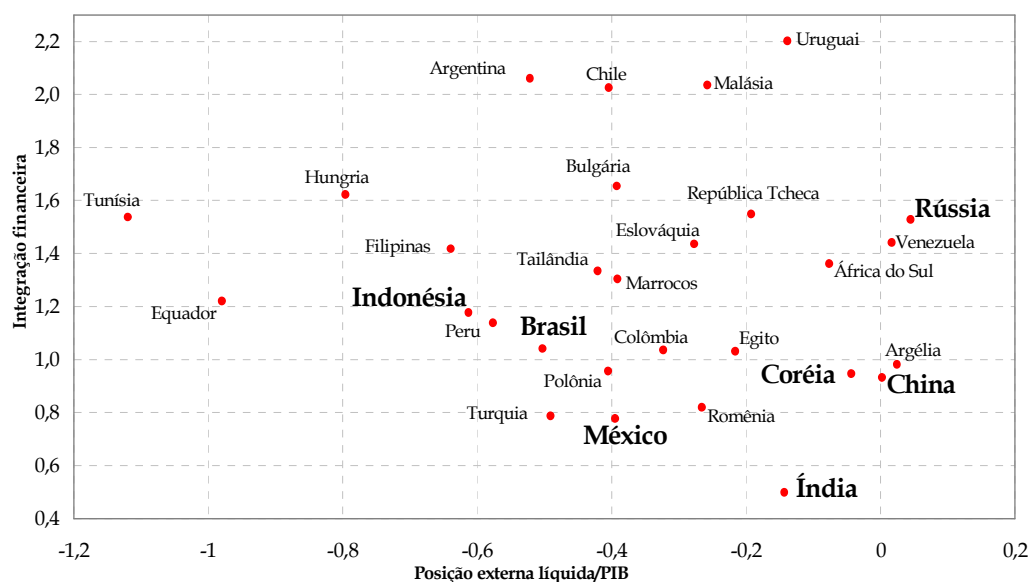


Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

Tendo como um extremo (de baixíssima integração e posição líquida levemente negativa) a Índia e outro de alta integração e situação líquida ótima em termos relativos (a Rússia), os painéis permitem boa visualização da posição relativa do Brasil. Há vários países acima (mais

integrados) e à sua esquerda (com pior posição líquida), mas poucos deles estão entre os maiores emergentes. Nas médias após 2000, só a Indonésia nos “supera” simultaneamente nesses dois quesitos – em relação aos quais o cálculo do PIB em PPP (Gráficos 7 e 8, Anexo I) altera algumas posições relativas, mas deixa mais nítidas as proximidades aqui definidas: Índia, Coréia, China e (um tanto distante) Rússia de um lado; México, Brasil e Indonésia de outro. É possível refinar esse quadro comparativo.

Gráfico 7: Integração financeira x Posição externa líquida (média 2000-2004)



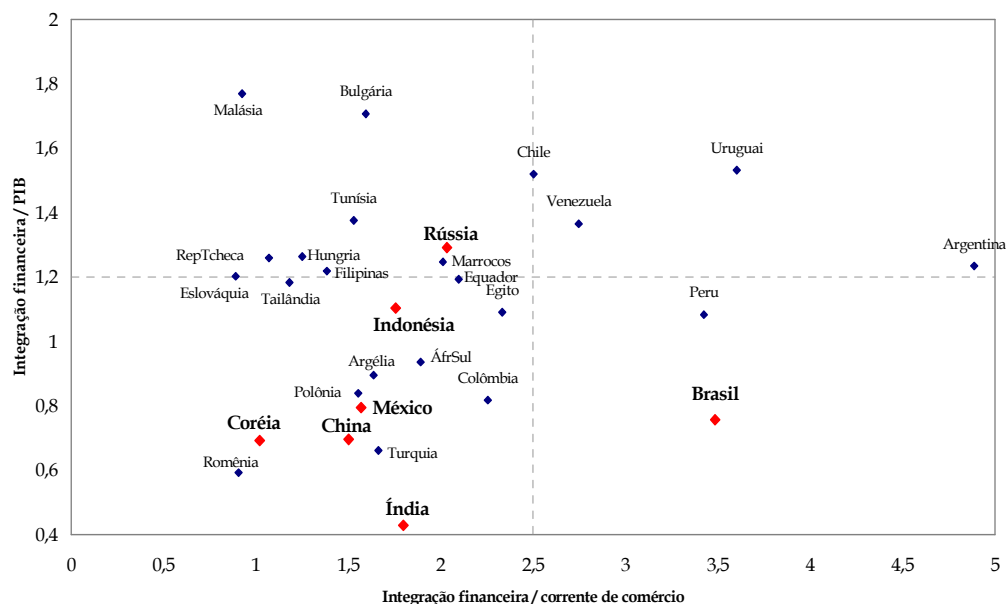
Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

O segundo tipo de informação contrasta o grau de integração financeira com a integração comercial, o que modifica bastante a situação. Indo direto aos resultados finais, o Gráfico 8 é o espelho do Gráfico 6, com a troca, no eixo horizontal, da posição externa líquida pela relação entre a integração financeira e a corrente de comércio (de bens e serviços não-fatores); o mesmo sendo válido para o Gráfico 9 em relação ao Gráfico 7. A leitura das figuras é bastante simples: quanto mais alto estiver posicionado o país, mais integrado financeiramente em relação ao PIB; quanto mais à direita, mais a integração financeira predomina em relação à produtiva/comercial.

Por esse ângulo, sim, é muito perceptível um critério regional a orientar a classificação dos diferentes países. Para o período mais longo (Gráfico 8), todos os países situados na metade direita (predomínio da integração financeira) são latino-americanos e, na metade esquerda,

todos os asiáticos ocupam graus relativamente baixos de integração financeira comparada à comercial. A grande exceção é o caso mexicano, certamente por conta da elevação do comércio exterior daquele país após a implantação do NAFTA. Há que se destacar ainda o caso malaio – o país mais integrado financeiramente na média 1990-2004, mas um dos casos em que essa integração menos se sobressai quando comparada com o fluxo internacional de bens e serviços não-fatores.

Gráfico 8: Integração financeira/PIB x Integração financeira/corrente comercial (média 1990-2004)



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006); Banco Mundial, *World Development Indicators*. Elaboração própria.

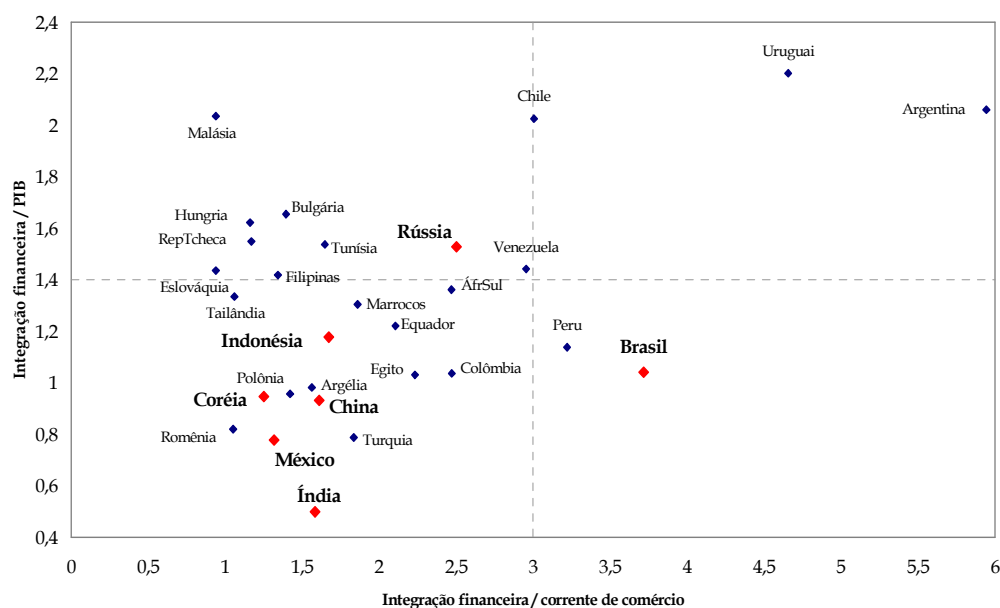
A restrição do período aos últimos quatro anos de dados disponíveis (Gráfico 9) tem como destaque o forte deslocamento (para cima e para a direita) de Argentina e Uruguai, como casos extremos de opção preferencial dos latino-americanos pela integração financeira na globalização.

Opção da qual o Brasil parece comungar perfeitamente: se o nosso grau de integração financeira em relação ao PIB não é dos mais altos, quando “controlado” pelo intercâmbio comercial ele se revela bastante significativo, ainda mais quando comparado aos outros seis emergentes de maior dimensão – nesse aspecto relativamente próximos. Também por esse ângulo – expresso na posição quase isolada do país no terceiro quadrante das duas figuras – fica assim reforçada a caracterização de um padrão menos virtuoso de inserção internacional, de

maneira distinta do que sugerem os números do indicador mais tradicional de integração financeira.

Além disso, esses resultados parecem corroborar as idéias e denominações que apontam duas estratégias externas bastante distintas seguidas por Ásia e América Latina no período histórico estudado: *trade versus capital account* (Dooley *et al.*, 2003); “gansos voadores” versus “patos vulneráveis” (Palma, 2004); além de outros trabalhos anteriores sobre essa dicotomia (por exemplo, Medeiros, 1997).²³

Gráfico 9: Integração financeira/PIB x Integração financeira/corrente comercial (média 2000-2004)



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006); Banco Mundial, *World Development Indicators*. Elaboração própria.

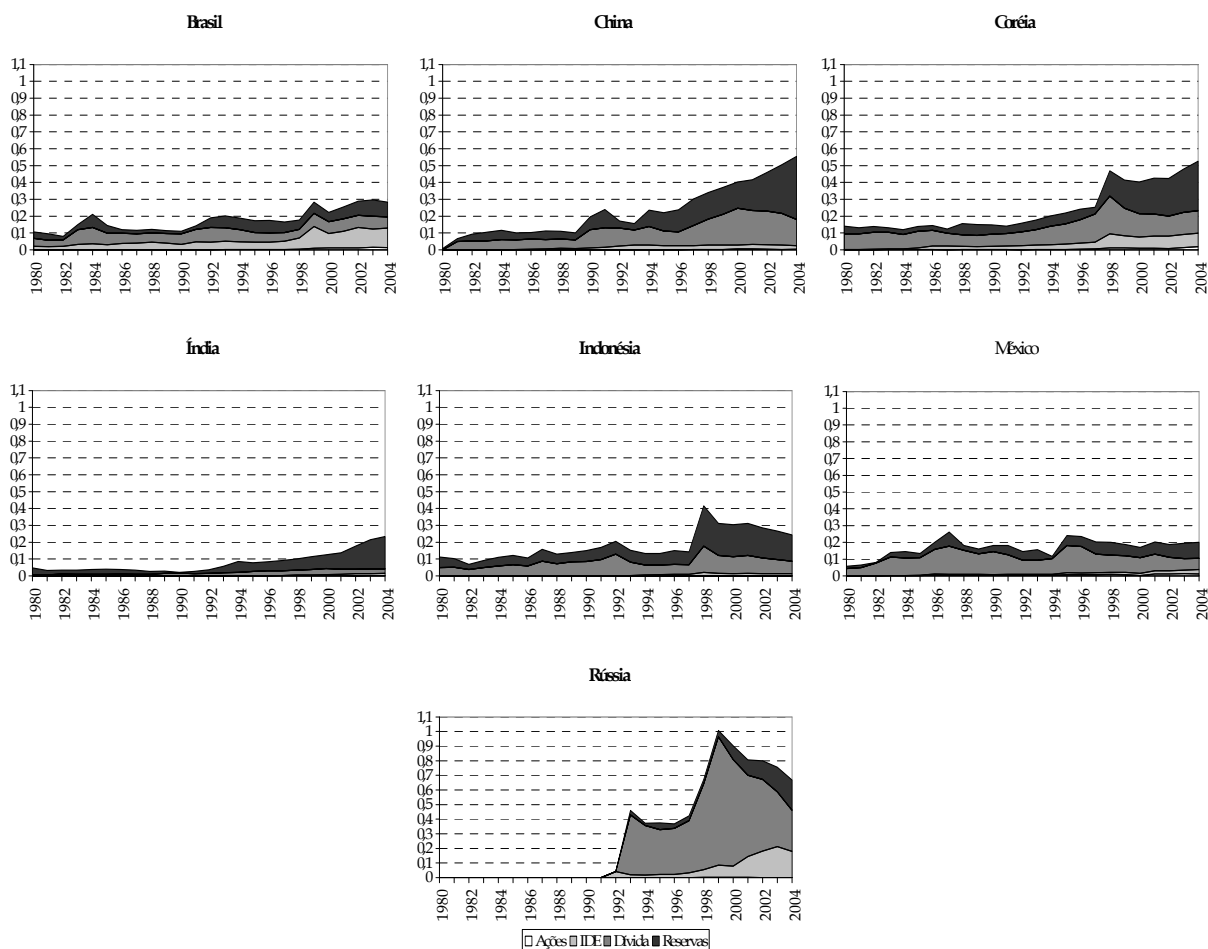
Voltando ao grupo dos sete maiores emergentes, o quadro se completa com o terceiro tipo de informação necessária ao refinamento da análise da integração financeira. Esta de natureza qualitativa, a respeito da composição dos ativos e passivos, retratada nos Gráficos 10 e 11.

Quanto aos ativos, à parte a grande diferença nos totais, nota-se que a tendência de aumento da importância relativa das reservas internacionais nos últimos anos – muito forte nos casos de China, Coréia, Índia e Rússia – não se repetia (pelo menos até 2004) no Brasil e no México, e é mais tímida na Indonésia. Além desse, dois outros aspectos também podem ser

²³ A questão também é tratada no relatório 1 do sub-projeto IV.

notados: a virtual inexistência de ativos na forma de ações (há um pouco no caso brasileiro e no coreano); e o papel relevante dos ativos de IDE apenas nesses dois últimos países, além da Rússia. Esta, aliás, apresenta valores e composição peculiares, que a distinguem dos demais.²⁴

Gráfico 10: Ativos externos/PIB, 7 maiores emergentes, 1980-2004



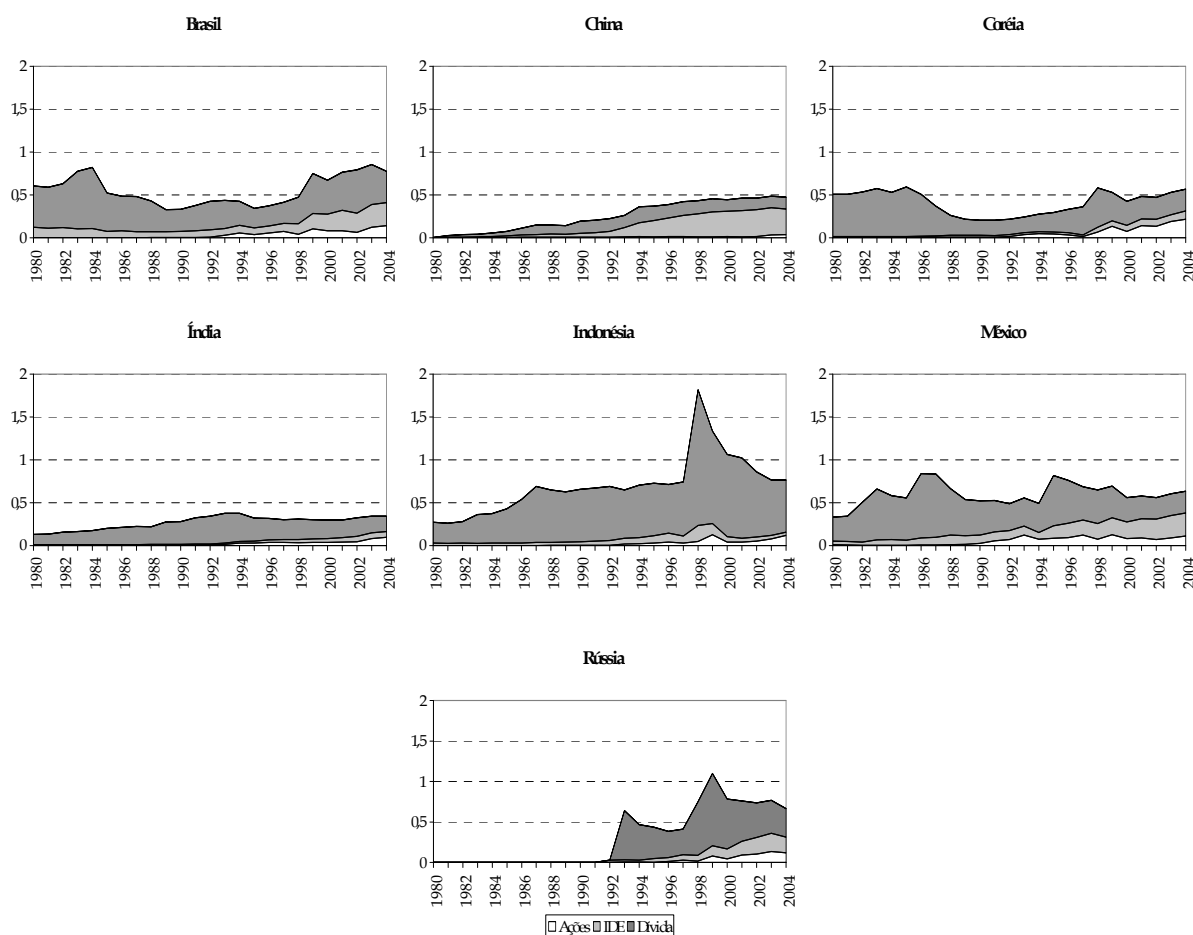
Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

Quanto aos passivos (Gráfico 11), além das diferenças de nível e das fortes oscilações nos totais de Rússia e Indonésia (neste caso em função do câmbio), parece haver outros traços qualitativos que separam as economias. O estoque de passivos na forma de ações (um dos tipos

²⁴ Na realidade, toda a representação gráfica dos ativos está de certa forma distorcida pela trajetória russa, que apresenta dois picos – em 1993 e 1999 – que, explodindo os valores concentrados na modalidade dívidas, têm a ver muito mais com a forte queda, em termos absolutos, do PIB do país nestes anos, do que com um aumento nas variáveis que mais nos interessam aqui. Por isso, o fenômeno se repete no caso dos passivos (Gráfico 6) e, quando se leva em conta o PIB pela estimativa PPP (Gráficos 9 e 10, Anexo I) esses saltos são suavizados, mas permanecem visíveis.

mais instáveis) é pouco ou nada relevante para China e Índia, sendo relativamente grande para Coreia e (menos) para Rússia. Do grupo de grandes emergentes com perfil inferior de integração, seus valores são mais significativos para Brasil do que para México e Indonésia.

Gráfico 11: Passivo externos/PIB, 7 maiores emergentes, 1980-2004



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

No outro extremo (teórico) da instabilidade dos passivos, temos o IDE predominando de forma absoluta apenas na China, com parcelas importantes no México, Brasil e Rússia. Por fim, restaria investigar a composição do endividamento, averiguando a participação relativa de títulos e empréstimos (partindo do pressuposto de que os segundos são mais duradouros que os primeiros, isso também seria importante na definição de um perfil da inserção externa). De qualquer forma, tomando o montante total de endividamento, é possível afirmar que Indonésia,

Rússia, Brasil e, em níveis bem menores a Índia, têm nesta a principal forma de obrigações com o exterior.

O cálculo da composição de ativos e passivos pelo PIB PPP (Gráficos 9 e 10, Anexo I) permite visualizar melhor alguns traços já demonstrados aqui. No primeiro grupo, o perfil distinto da Coreia e Rússia (com grande participação de reservas e IDE entre os ativos, no segundo caso ainda predominando as dívidas; e alta parcela de ações entre os passivos) em relação aos (bem menos integrados) Índia (ativos praticamente só de reservas; passivos quase só dívidas) e China (que sustenta sua integração ainda baixa recebendo IDE e acumulando reservas). Em relação ao segundo grupo, a troca da estimativa do PIB suaviza (e melhora) a situação dos passivos da Indonésia (concentrados em dívida) e piora o quadro para o México (com parcela importante dos passivos na forma de IDE e ações) e para o Brasil.

Em suma, em meio a padrões nacionais bastante distintos em uma época cuja marca principal é o aumento da integração financeira entre as nações, o perfil da inserção brasileira na globalização financeira surge marcada por algumas características que, mais do que oportunidades, têm simbolizado desafios concretos ao desenvolvimento. Pelo lado quantitativo (acrescentando o indicador líquido ao grau de integração), é possível situar o Brasil, entre as economias emergentes de maior porte, ao lado de México e Indonésia como nações relativamente integradas e que acumulam mais passivos do que ativos externos. Refinando-se a análise, o país só fica atrás de Argentina e Uruguai no estereótipo de país latino-americano cujas relações financeiras com o exterior predominam em relação às comerciais em níveis muito maiores do que os observados nos países asiáticos. E, pelo lado qualitativo, tais estoques de ativos e passivos têm se concentrado em obrigações mais voláteis do que em outros casos nacionais, não acompanhados (pelo menos até 2004) pela estratégia de acúmulo de ativos externos à disposição das autoridades monetárias para fazer frente às oscilações nos fluxos de capital. A evolução dos dados nos anos de 2005 e 2006 (não disponíveis para a análise comparativa), principalmente pelo lado quantitativo, parecem à primeira vista indicar uma melhora, bem-vinda, neste perfil, como será visto na seção II.4. Antes disso, porém, cabe tratar de outro dos aspectos centrais do período de globalização financeira.

II.3 Os ciclos da liquidez internacional para PEDs

Os dados de estoques de ativos e passivos externos não permitem visualizar, mas, tão nítido quanto a tendência de aumento na integração financeira internacional dos PEDs nos últimos quinze anos, outro movimento se faz presente, no mesmo período: a oscilação na disponibilidade de financiamento externo para tais economias. Esta seção busca, através de outros tipos de dados, caracterizar o movimento cíclico na liquidez internacional, também característica da globalização financeira e da participação periférica nela, como discutido na seção II.1. Depois de um panorama quantitativo e da caracterização dos movimentos, discute-se brevemente a questão dos determinantes dos fluxos de capital e dos seus ciclos, para finalmente tratar das especificidades do ciclo atual. Antes de tudo, porém, alguns esclarecimentos sobre os indicadores e as fontes de dados utilizados.

Não há uma única maneira, consolidada, de medir a liquidez internacional, nem a disponibilidade de financiamento externo para PEDs. No amplo estudo de Obstfeld & Taylor (2004), por exemplo, são apresentadas várias evidências – de quantidades e de preços, nos capítulos 2 e 3 – sobre a movimentação internacional de capital no longo prazo. Amado & Resende (2005), já mais interessados na oscilação cíclica de prazo mais curto, utilizam como *proxy* da liquidez global a soma em módulo das entradas e saídas de recursos por meio de três das sub-contas (“investimentos de carteira”, “derivativos financeiros” e “outros investimentos”) da conta financeira do balanço de pagamentos dos países do G-7; e citam o uso, por Plihon (1995) apenas da rubrica “investimentos de carteira” desses mesmos países.

Porém, aqui parte-se da concepção de que os dois conceitos são distintos: a liquidez internacional refere-se ao total dos fluxos globais de capital transfronteiras que, como visto na seção II.1, são historicamente um negócio entre os países ricos, com participação bem menos intensa das economias em desenvolvimento. Assim, parece mais adequado aos objetivos desta pesquisa restringir o universo das medidas àquelas economias de maior interesse.

Por conta disso, utiliza-se para medir diretamente a liquidez global para PEDs apenas os dados de fluxos de capital para PEDs, oriundos de duas fontes: o Fundo Monetário Internacional e o Instituto de Finanças Internacionais,²⁵ que organizam as informações de maneira distinta, utilizando variações na metodologia de apresentação tradicional das contas do balanço de pagamentos.

²⁵ *Institute of International Finance (IIF)*, órgão que agrega mais de 320 grandes grupos financeiros internacionais, com objetivos de pesquisa e aconselhamento das práticas financeiras ao redor do globo. Ver www.iif.com.

Em relação à primeira fonte, os dados são divulgados em dois relatórios semestrais da instituição: o *World Economic Outlook* (WEO)- cuja base de dados traz as estimativas para os fluxos de capital, líquidos, divididos em **fluxos privados** (subdivididos em **investimento direto estrangeiro**, **investimento de carteira** – que aqui comporta ações e títulos – e **outros investimentos** – basicamente, empréstimos bancários) e **fluxos oficiais** – e o *Global Financial Stability Report* (GFSR), cujo anexo estatístico traz informações mais detalhadas, agrupadas por outros critérios: os fluxos brutos, de **entrada** e **saída** (*inflows* e *outflows*), subdivididos nas mesmas categorias (com o acréscimo dos **ativos de reserva** oficiais entre os fluxos de saída); e as **emissões privadas**, brutas e líquidas, de instrumentos financeiros no exterior, separadas nos seus três tipos: **ações**, **títulos** negociáveis e **empréstimos**.

Já o IIF divulga aproximadamente a cada três meses seu informe *Capital Flows to Emerging Market Economies*, no qual também são fornecidas estatísticas aqui utilizadas, com outra subdivisão: além dos dados de (i) **conta corrente**, a movimentação financeira, sempre em termos líquidos, é separada em (ii) **fluxos privados**, (iii) **fluxos oficiais** (separados em transações com instituições financeiras internacionais e créditos bilaterais) e (iv) **empréstimos de residentes e outros**. A soma de (i) a (iv) totaliza a variação de reservas. Os fluxos privados, que mais interessam aqui, são subdivididos em dois tipos: **investimentos em participação** (*equity*), compostos por **IDE** e **carteira** (ações); e **endividamento junto a credores privados**, que podem ser **bancos comerciais** (nos tradicionais empréstimos bancários) ou **não-bancos** (na forma de títulos negociáveis). No Apêndice 2, a Tabela 1 apresenta os dados utilizados no formato do IIF.

Ao longo do texto, transita-se por estas várias formas de classificação dos fluxos, procurando sempre um retrato mais completo. Mas não é apenas nisso que as duas principais fontes aqui utilizadas se distinguem.

No que se refere à abrangência, enquanto a compilação do IIF é restrita às 29 economias por eles consideradas “emergentes”²⁶; os dados do FMI englobam um agregado bem mais amplo, denominado “outros mercados emergentes e países em desenvolvimento”, num total de 150.²⁷

²⁶ O agregado do IIF é o mesmo utilizado na seção II.2 (e detalhado na nota n. 16).

²⁷ Entre as 174 economias incluídas nesta base de dados, 29 são consideradas avançadas: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Chipre, Cingapura, Coreia do Sul, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Islândia, Israel, Itália, Japão, Luxemburgo, Noruega, Nova Zelândia, Portugal, Reino Unido, Suécia, Suíça e Taiwan. Todas as outras 145 fazem parte do agregado em questão – que, excepcionalmente para as séries de dados aqui utilizados sofre o acréscimo dos Asean-4 (Cingapura, Coreia, Hong Kong e Taiwan) e de Israel.

E, em relação ao período coberto, a série mais completa – e a única que permite retroceder até o ponto inicial aqui estabelecido como marco do início da globalização financeira para PEDs, 1990 – é a dos fluxos privados líquidos da base de dados do WEO. Para as demais, foi feita uma coleta nas edições passadas dos informes em que as séries são apresentadas, restringindo a “longevidade” dos dados àqueles disponíveis nos números mais antigos: nas séries constantes do GFSR²⁸ as séries se iniciam em 1994 e 1997; e para os dados do IIF, a captura só foi possível a partir de 1995.

Por conta de todas essas variações, os diferentes indicadores utilizados não são comparáveis nos seus números absolutos, e cada um apresenta suas vantagens e desvantagens. Como o objetivo é descrever a oscilação cíclica, mais do que os valores em si, opta-se por apresentar todas as medidas, formas complementares de descrever a disponibilidade de liquidez para os PEDs. Também foi feita a opção de descrever o movimento para os agregados mais gerais, sem o detalhamento regional (a análise específica das contas brasileiras diante desse quadro global será feita na seção seguinte).

Além dessas, utilizou-se mais uma série que representa, indiretamente, o mesmo movimento cíclico nas condições financeiras internacionais: o prêmio de risco dos títulos de dívida externa de países emergentes negociados nos mercados secundários internacionais, medido pelo EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) e pelo EMBI+ do JP Morgan nas suas variantes globais – que representam a variação, por parte dos aplicadores globais, na disposição em financiar tais países mais arriscados. Mantém-se a opção de apresentar os resultados na forma de gráficos, pelas razões já indicadas.

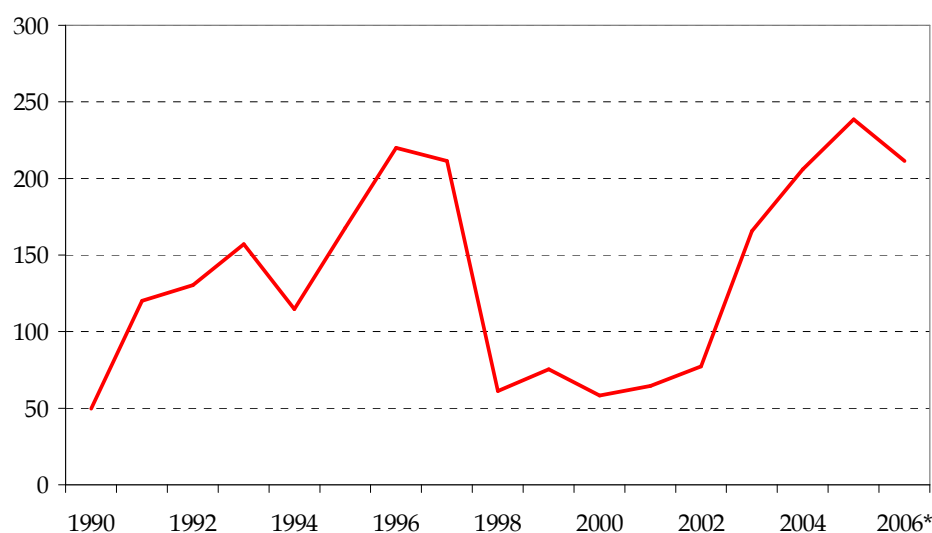
Desta maneira, o que se pretende é fornecer uma ilustração panorâmica do período aqui privilegiado (Gráficos 12 a 19). O quadro que surge dos vários ângulos observados pode ser resumido em duas grandes ondas, ou o que se define aqui como os dois ciclos de liquidez para PEDs na globalização. Ciclos que geralmente são entendidos como uma fase de “cheia” e outra de “seca”²⁹ – o que leva, com a inevitável arbitrariedade que envolve esse tipo de delimitação temporal, à localização do primeiro ciclo entre o início da década de 1990 e o ano de 2002; e o segundo se iniciando em 2003. Esse é o movimento geral, que pode agora ser detalhado.

²⁸ Foi necessário, para os dados mais antigos, recorrer a alguns números de *Emerging Market Finance*, publicação do FMI antecessora do GFSR, não mais produzida.

²⁹ Há outras denominações na literatura especializada. Farhi & Prates (2004), por exemplo, utilizam “*feast and famine*” como sinônimos dessas duas fases do ciclo.

O primeiro ciclo traz, na sua ascensão (marcada pelo “solução” da crise mexicana em 1994-95), o fim da escassez característica dos anos 1980 e atinge seu auge às vésperas da crise asiática; e é completado por uma fase de crises e retração que perdura até os primeiros anos do século XXI. Tomando-se os valores líquidos privados da medida mais ampla do FMI (Gráfico 12), a média anual do pico entre 1996-97 é mais de quatro vezes superior ao valor de 1990 (e 25 vezes a média do período 1980-89); mas também representa o triplo do resultado verificado no período 1998-2002. Pelo indicador do IIF (Gráfico 13), a discrepância não é tão grande, mas ainda assim o fluxo líquido médio de capitais privados cai, no período 1998-2002, para a metade do que havia sido em 1996-97. Como explicita o Gráfico 15, o movimento de ascensão e queda é acompanhado pelos fluxos brutos: a partir de 1998 caem tanto os fluxos de entrada como os de saída. Mas, quando a divisão é feita por tipo de fluxo, o quadro no primeiro ciclo é um pouco mais complexo.

Gráfico 12: Fluxos privados totais, líquidos, para PEDs, em US\$ bilhões

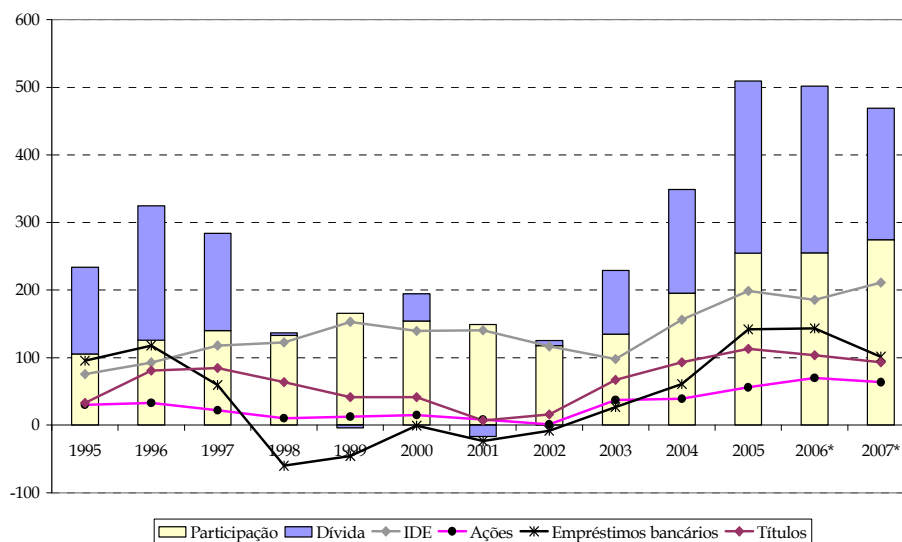


Fonte: FMI, *World Economic Outlook* database, setembro 2006. Elaboração própria.
* projeção de setembro de 2006.

Em termos líquidos (Gráfico 14), nota-se uma ascensão não interrompida dos valores do IDE, podendo a retração generalizada ser atribuída ao investimento de carteira e principalmente aos outros investimentos – o primeiro com retração (comandada por uma queda nos fluxos de entrada, Gráfico 16) mais intensa em 2001-02 e o segundo com período crítico mais concentrado em 1998 e 99. Cabe notar que, junto com o IDE, havia sido o investimento de carteira o grande

condutor da volta dos fluxos na primeira metade da década. A análise restrita às emissões de instrumentos financeiros (Gráficos 16 e 17) permite constatar (respeitadas as limitações dos dados, disponíveis apenas para o período de queda) que o movimento de contração é generalizado, ainda que haja uma queda mais acentuada nos valores brutos de empréstimos do que nos componentes do investimento de carteira (ações e títulos).

Gráfico 13: Fluxos privados totais e por tipo, líquidos, para mercados emergentes, em US\$ bilhões



Fonte: IIF, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, vários números. Elaboração própria.
* estimativas preliminares e projeções do último número, de 18/01/2007.

Voltando para os valores líquidos, na análise mais focada do IIF (Gráfico 13) a figura, na passagem da fase de cheia para a de seca no primeiro ciclo, é bastante parecida: nenhum abalo causado aos fluxos de IDE; um primeiro movimento de queda em 1998-99 mais intenso nos fluxos de empréstimos bancários seguido por uma contração mais forte em ações e títulos em 2001 e 2002.

Quanto ao segundo ciclo, que começa a se formar em 2003, alguns detalhes também merecem destaque. O primeiro deles é a superação dos recordes anteriores, por qualquer das medidas utilizadas: pelos dados líquidos do FMI, em 2005 superou-se por estreita margem (menos de 10%) o pico de 1996 (Gráfico 12); o que se transforma em uma superioridade de quase 60% segundo as contas do IIF (Gráfico 13). No que se refere aos valores brutos (Gráfico 15), a distância é ainda maior (150%), explicitando esta que é uma das marcas do ciclo atual: para valores próximos de fluxos líquidos, há um movimento muito mais intenso nas duas direções.

Gráfico 14: Fluxos líquidos, por tipo em US\$ bilhões

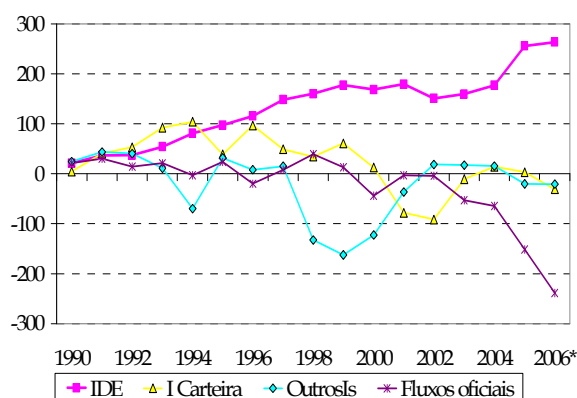


Gráfico 15: Fluxos brutos, em US\$ bilhões

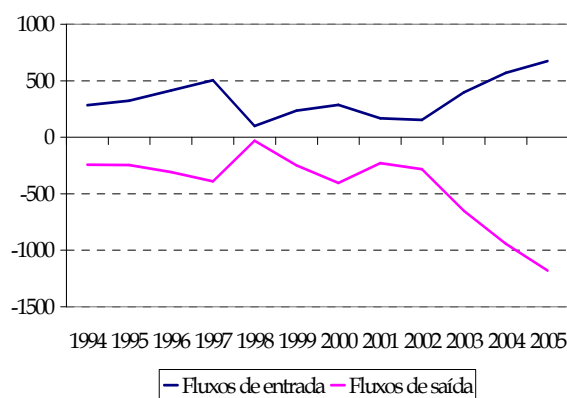


Gráfico 16: Fluxos de entrada, por tipo, em US\$ bi

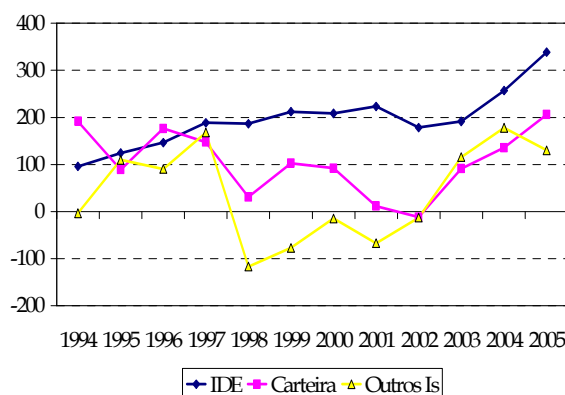
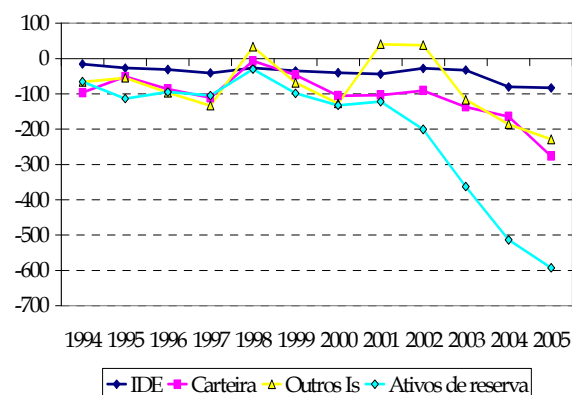


Gráfico 17: Fluxos de saída, por tipo, em US\$ bi



Fonte: FMI, *World Economic Outlook* database, setembro 2006 (para o Gráfico 12) e *Global Financial Stability Report Statistical Appendix* table 1, setembro 2006 (para os demais). Elaboração própria.

* projeção de setembro de 2006.

Gráfico 18: Emissões brutas e líquidas, em US\$ bi

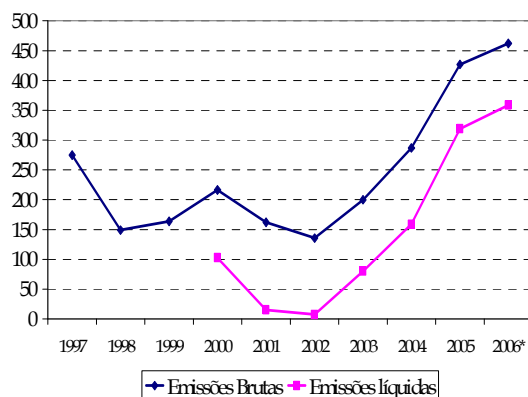
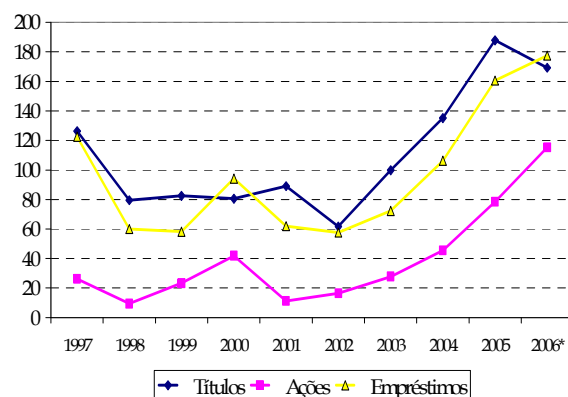


Gráfico 19: Emissões brutas, por tipo, em US\$ bi



Fonte: FMI, *Global Financial Stability Report Statistical Appendix* table 1, setembro 2006; atualizado com dados do *Financial Market Update*, de 14/12/2006. Elaboração própria.

* total até 12/12/2006.

O detalhamento de tais entradas e saídas por tipo (Gráficos 16 e 17) fornece o segundo conjunto de elementos para compreender tal quadro: o que se amplia para muito além dos valores antes atingidos são os fluxos de saída, nas suas três componentes privadas - IDE (simbolizando a mudança de receptor para investidor de alguns PEDs), Carteira e Outros Investimento - mas principalmente na modalidade "ativos de reserva". Trata-se do registro contábil da brutal acumulação de reservas internacionais por parte de grande parte de tais países no período recente, uma das mais importantes diferenças qualitativas deste para o ciclo anterior, como será comentado adiante.

O terceiro aspecto a se ressaltar, voltando para os fluxos líquidos, diz respeito aos tipos de fluxo que conduzem o movimento: a recuperação é marcante em todas as modalidades e os fluxos de IDE continuam liderando a corrente em termos de importância, mas o destaque vai para a curva dos empréstimos bancários, particularmente para o conjunto mais restrito de países "emergentes" acompanhado pelo IIF (Gráfico 13): o seu montante líquido deixa para trás os valores negativos de 2002 e supera ações e títulos como tipo de fluxo mais importante, sendo a modalidade que mais cresce até 2005-06.³⁰

Por fim, resta um quarto e último aspecto quantitativo digno de nota, neste momento, a respeito do ciclo atual: a magnitude da retração ocorrida em 2006. Os dados do Gráfico 10 se referem a previsões constantes do WEO de setembro daquele ano. Por eles haveria uma queda, não desprezível (cerca de 11%) nos fluxos privados líquidos para o conjunto de economias englobado - sugerindo que o auge do ciclo de liquidez havia ficado, definitivamente, para trás. Os dados constantes dos Gráficos 13; 18 e 19, no entanto, amenizam ou até invertem essa tendência projetada. E não se trata de um conflito de fontes, e sim de cálculos mais recentes: as projeções do IIF - que deixam o total de fluxos privados líquidos praticamente no mesmo patamar - foram divulgadas em 18/01/2007; enquanto os dados de emissões - que mostram aumento, e não queda, em 2006 - foram apresentados pelo FMI em seu *Financial Market Update* em 14/12/2006. Em ambos os casos, as estimativas anteriores mostravam a mesma tendência de queda acentuada: pelo *Capital Flows to Emerging Market Economies* de 15 de setembro de 2006, a queda nos fluxos líquidos privados seria considerável (quase 13%); e pelos dados originais do

³⁰ Esse detalhamento por tipo de fluxo, em cada fase, será útil em duas etapas posteriores do trabalho: a seção IV, onde se analisam as contas do balanço de pagamentos brasileiro no mesmo período; e o exame dos impactos sobre os canais financeiros domésticos, tarefa do segundo relatório.

GFSR também de setembro, a média mensal projetada até o fim do ano indicaria uma queda de 8% nas emissões brutas.

No último quarto de 2006, no entanto, as previsões sobre a liquidez internacional disponível para PEDs foram, de forma considerável, revisadas para cima, indicando um *rally* que deixou para trás todas as incertezas decorrentes das dificuldades vividas em maio/junho daquele ano – decorrentes dos temores relativos ao aumento da inflação nos Estados Unidos em meio ao desinflar da bolha imobiliária daquele país. Não é a primeira vez, no ciclo atual, que o fenômeno acontece: por exemplo, em abril/maio de 2004, quando se consolidaram as perspectivas de aperto na política monetária estadunidense (que se materializaria a partir de julho, depois de longo período de níveis baixíssimos na *federal funds rate*, como será visto abaixo), também não faltaram temores de reversão nas condições benignas de liquidez. Tais “soluços”, logo superados, ficam ocultos nas séries de dados mais longas, mas podem ser percebidos no comportamento do EMBI e do EMBI+ (Gráfico 20) – que também descreve de maneira bastante clara a sucessão dos dois ciclos aqui tratados, mas deixa transparecer algumas breves interrupções do movimento de acentuada queda do risco atribuído ao títulos emergentes desde o início de 2003.

Gráfico 20: Prêmio de risco (EMBI e EMBI+), global, em pontos-base



Fonte: JP Morgan; Ministerio de Economía y Producción, Argentina. Elaboração própria.

Na realidade, quando se observa o comportamento passado de tais variáveis, também é possível identificar outros períodos semelhantes, ainda que com o sinal trocado: ao redor do ano

2000, no meio da fase de maior dificuldade, vários dos indicadores quantitativos dos fluxos de capital apresentados acima, assim como o próprio comportamento dos prêmios de risco, indicavam uma recuperação nas boas condições que acabou não se confirmando nos anos que se seguiram. Essa parece ser, portanto, outra característica dos fluxos de capital e das condições financeiras internacionais aqui tratadas: a ocorrência de rápidas inversões da tendência mais ampla, ou o que pode ser chamado de mini-ciclos – que não trazem conseqüências mais duradouras enquanto as forças mais estruturais responsáveis pelo movimento mais longo permanecem em operação.³¹

E quais forças seriam estas? Nas discussões acadêmicas sobre financiamento externo para PEDs, como já comentado na seção II.1, um dos pontos de mais intenso debate diz respeito aos fatores que determinam a intensidade e a direção dos fluxos de capital. Na ascensão do primeiro ciclo de liquidez da globalização, principalmente na América Latina, o debate (mesmo no interior do *mainstream*) opunha duas teses: a que explicava a “volta” com base nos fatores internos aos países receptores (reformas liberalizantes, ajustamentos macroeconômicos e solução das dívidas acumuladas pela via do Plano Brady); e a que advogava a predominância dos fatores externos (basicamente as oscilações conjunturais nos países centrais, que naquele momento significavam baixas taxas de juros e fraco dinamismo das economias), que incentivavam a busca por maiores rendimentos em praças arriscadas da periferia.³²

Essa disputa é muito mais do que teórica ou acadêmica – já que ajuda a refletir sobre as perspectivas futuras de um dos condicionantes externos mais decisivos a qualquer estratégia de desenvolvimento e, mais do que isso, diz respeito à capacidade das economias aqui enfocadas de controlar ou influenciar o seu acesso ao mercado financeiro internacional – e se desdobra e sempre se repõe, nas diferentes fases dos ciclos. Enquanto no período 1998-2002 um dos pontos principais na pauta da “comunidade financeira internacional” era a discussão a respeito das causas (predominantemente internas ou externas?) das crises recorrentes em PEDs; na fase atual de abundância não faltam nem defensores de uma mudança estrutural (que, baseada nas melhoras nos fundamentos da maioria dos PEDs envolvidos, afastaria o risco de bruscas reversões no ciclo como as ocorridas no passado), nem analistas de variados matizes a apontar a

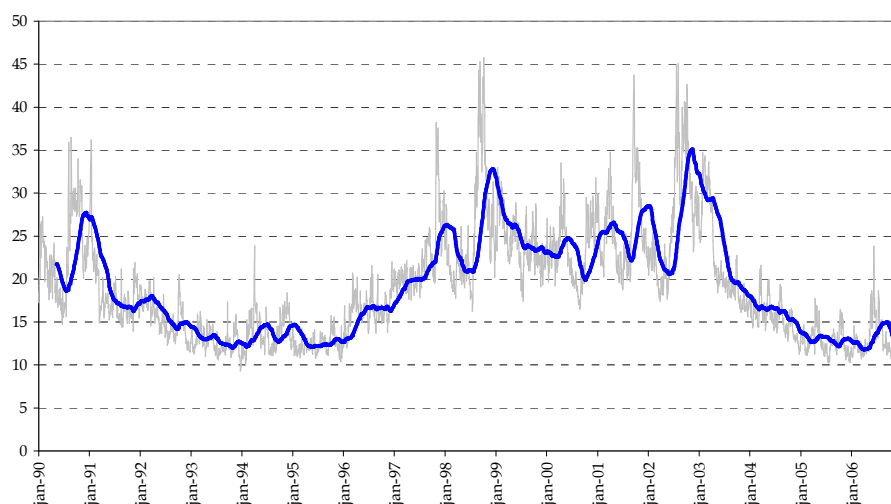
³¹ A ocorrência dos “mini-ciclos” também é ressaltada por Farhi & Prates (2004).

³² A referência principal, no debate internacional, da linha que defende os fatores internos é El-Erian (1992). Já pelo lado da defesa dos fatores externos, o trabalho principal, no interior do *mainstream economics*, é o de Calvo *et al.* (1993).

persistência das vulnerabilidades e os riscos representados pelas mudanças conjunturais nas políticas e na economia dos países centrais.³³

A perspectiva que guia esta pesquisa, como adiantado na seção II.1, é a da predominância dos fatores externos na explicação dos movimentos de capital e, assim, na ascensão e queda dos ciclos de liquidez para PEDs. O comportamento *search for yield* dos aplicadores globais seria balizado pelas condições econômicas e principalmente financeiras dos países possuidores de moedas conversíveis (notadamente os Estados Unidos), que definem as condições objetivas da liquidez internacionais; e pelo nível de propensão/aversão ao risco dos investidores com carteiras globais. Assim sendo, fases de queda nas taxas de juros (e na rentabilidade dos ativos financeiros em geral) nos países centrais, combinadas com um sentimento otimista dos participantes dos mercados financeiros mais líquidos e profundos a respeito das incertezas futuras, tenderiam a fornecer o pano de fundo propício aos fluxos de capital na direção dos PEDs. No sentido inverso, fases de aperto monetário, e/ou exacerbação de fatores de risco (ligados ou não às economias receptoras dos eventuais fluxos de recursos financeiros) percebido pelos mercados financeiros, são o ambiente mais propício a fases de “seca”. Esses dois fatores, combinados (mas em posição hierarquicamente superior) aos “fundamentos” locais, comandariam a sucessão de altos e baixos descrita nas páginas anteriores.

Gráfico 21: Índice de volatilidade do mercado de opções do S&P 500 (VIX)



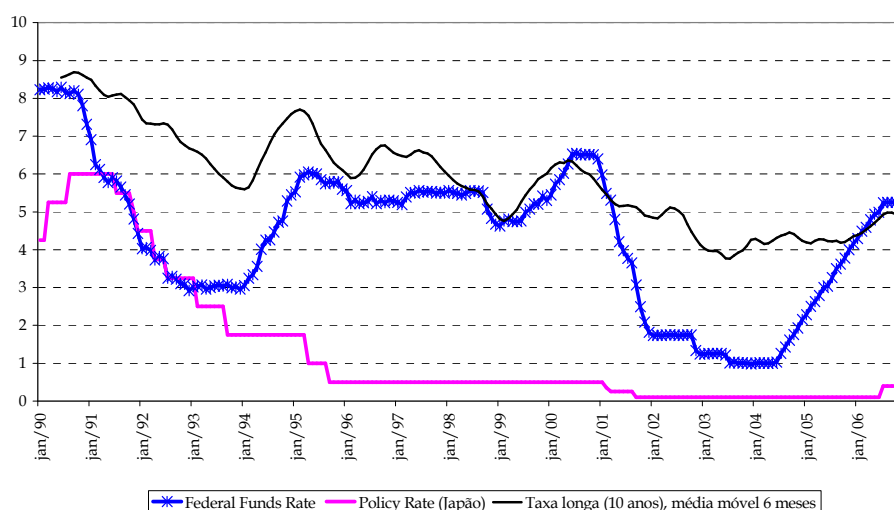
Fonte: Chicago Board Options Exchange (CBOE). Elaboração própria.

³³ Ver Biancareli (2006).

A propensão ao risco dos grandes aplicadores tem sido mensurada, nos estudos empíricos acerca dos fatores determinantes dos prêmios de risco soberano de países emergentes,³⁴ por uma *proxy* da volatilidade esperada nos mercados acionários dos Estados Unidos – o VIX, calculado a partir da volatilidade implícita nos contratos de opções relativos ao Índice S&P 500, negociados na Bolsa de Chicago. Nem são necessárias técnicas quantitativas mais sofisticadas para verificar, a partir dos dados (e da média móvel de seis meses) mostrados no Gráfico 21, a profunda correlação com o quadro descrito da liquidez internacional para PEDs durante os ciclos da globalização. São nítidos, além das três fases que compõem os dois ciclos (até 1997; de 1998 a 2002; de 2003 em diante), os episódios de melhora/piora passageira – por exemplo, no caso do *sell-off* de maio/junho de 2006. Além disso, outro traço relevante a notar são os níveis historicamente baixos que a aversão ao risco apresentava até os últimos dias de 2006, a indicar que, por esse ângulo, as perspectivas sobre a duração do ciclo atual permaneciam favoráveis.

Porém, se a aversão global ao risco se encaixa perfeitamente entre os fatores explicativos dos movimentos que se procura entender, as condições monetárias nos Estados Unidos (Gráfico 22) têm apresentado, principalmente nos três últimos anos, trajetória que não autorizaria prever a permanência do ciclo nos patamares em que ele tem se mantido.

Gráfico 22: Taxas de juros nos EUA (*fed funds rate* e longa) e Japão (*policy rate*), em % a.a.



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

³⁴ São exemplos o *Appendix I* do cap. 2 do *Global Financial Stability Report* de setembro de 2004; e os estudos de Rocha et al.(2006) e Pinheiro et al. (2006), onde há várias referências bibliográficas a respeito.

Tomando a *federal funds rate* como parâmetro, seu comportamento até o primeiro semestre de 2004 é absolutamente compatível (ainda que com certa antecedência) com a trajetória antes descrita: forte queda no início dos anos 1990 ensejando a ascensão do primeiro ciclo; níveis bem mais altos na segunda metade da década contribuindo para o período de menor liquidez global; e brusca redução, para níveis historicamente baixos, ao longo de 2001-02: seria a origem da fase de “cheia” atual. Ocorre que, a partir de meados de 2004, essa taxa assume uma trajetória ascendente, interrompida apenas dois anos depois, e que multiplicou por cinco o custo do dinheiro, justamente naquela que costuma ser a fonte dos recursos (e a referência básica) para aplicações em praças financeiras mais arriscadas. Como visto, ao invés de se retrair, o ciclo de liquidez para PEDs só se ampliou ao longo desses acontecimentos – o que, entre outros aspectos do arranjo financeiro internacional em operação atualmente, tem suscitado uma série de discussões.

Também retratadas no Gráfico 22, duas evidências fomentam o debate: o fato das *policy rates* japonesas terem permanecido, por mais de uma década, em níveis praticamente nulos (só se elevando, e ainda muito pouco, no final de 2006), possivelmente provocando nos últimos anos, um deslocamento da fonte primária de liquidez para aplicações em mercados emergentes, no chamado *yen carry trade*; e o comportamento da taxa de remuneração dos títulos de 10 anos, que não acompanha a subida recente das taxas curtas (suscitando a disseminação do termo *conundrum* entre os analistas financeiros). Possivelmente seria essa a explicação para a permanência dos elevados níveis de liquidez global. Pairando sobre todas essas questões, a ameaça mais temida de um ajuste abrupto e desorganizador dos “desequilíbrios globais”, materializados nos enormes e crescentes déficits em conta corrente nos Estados Unidos.

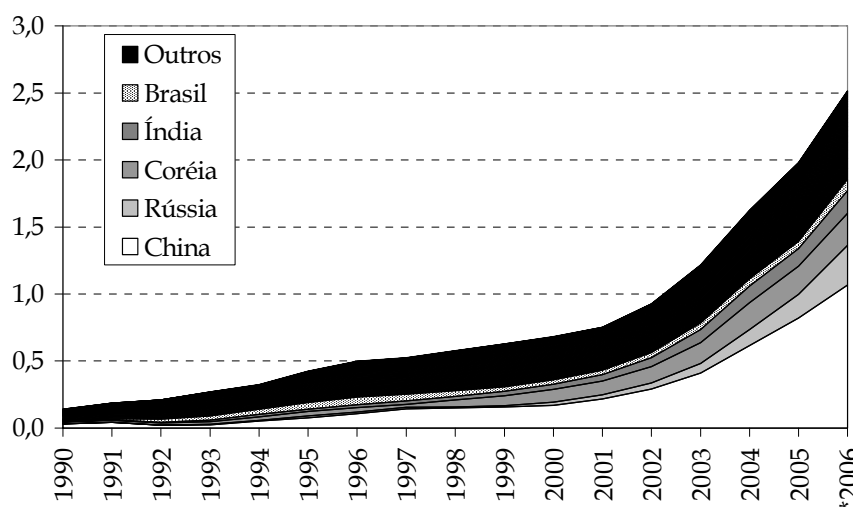
São debates em aberto, pois além da dificuldade de mensuração do *yen carry trade*,³⁵ há várias teorias a tentar explicar o enigma das taxas longas (e a permanência desses desequilíbrios), desde um suposto excesso de poupança em âmbito internacional (*savings glut*) que seguraria a subida do custo do capital; até a hipótese otimista de Bretton Woods II, segundo

³⁵ No já citado *Financial Market Update* do FMI, de dezembro de 2006, são apontadas evidências indiretas desse movimento, oriundas do balanço de pagamentos japonês: investidores domésticos ampliando substancialmente suas compras de ativos externos e fortes fluxos de saída na categoria outros investimentos, superando o movimento com títulos (a indicar a concessão de empréstimos externos em iene pelos bancos japoneses para aplicação em outros mercados). As negociações de contratos futuros na Bolsa de Chicago também apontavam na mesma direção, ao registrar forte presença de investidores *noncommercial*s (especulativos, sem transações com o ativo em questão a serem “hedgeadas”) na ponta curta dos contratos envolvendo a moeda japonesa. O estudo ainda sugere o franco suíço também como fonte alternativa de liquidez internacional, em menor intensidade (também devido aos seus baixos juros).

a qual os países asiáticos, em sua estratégia mercantilista produtora de um enorme contingente de reservas internacionais, estariam dispostos a financiar indefinidamente o déficit externo da economia central, adquirindo seus títulos e com isso mantendo baixas suas taxas de remuneração.³⁶

Independente dos eventuais excessos desta última explicação, parece inevitável citar o papel - e o poder - de alguns dos países emergentes como uma das peculiaridades do ciclo atual. A acumulação de reservas, como pode ser visto no Gráfico 23, é muito mais intensa na Ásia (principalmente na China³⁷). Mas recentemente atinge patamares bastante significativos em outros países como a Rússia e mesmo no Brasil. Esses enormes colchões de ativos externos são a expressão objetiva da maior capacidade de resistência, generalizada, a uma reversão no ciclo de liquidez - ou, na definição mais comum, um dos “fundamentos internos” que mais melhoraram.

Gráfico 23: Reservas internacionais, exclusive ouro, 29 emergentes, em US\$ trilhões



Fonte: Banco Mundial, World Development Indicators; *The Economist*. Elaboração própria.

* últimos dados disponíveis.

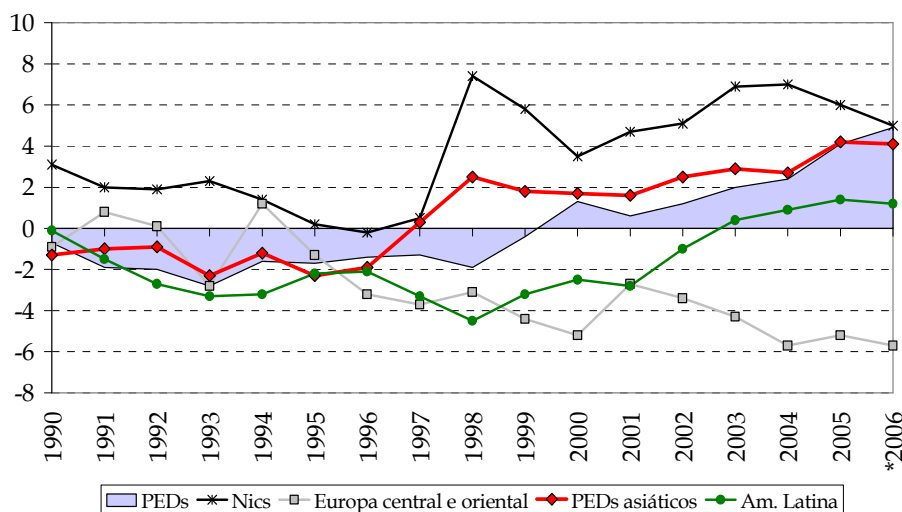
Na origem de tal processo, outra marca do ciclo atual, outro fundamento macroeconômico em posição muito mais confortável do que durante o primeiro ciclo: a disseminação dos superávits em conta corrente por quase todo o mundo em desenvolvimento (a

³⁶ Os principais nomes associados às idéias do “*savings glut*” e de “Bretton Woods II” são, respectivamente, o atual presidente do *Federal Reserve System* Ben Bernanke (em alguns pronunciamentos no ano de 2005) e Dolley *et al.* (2003 e 2004). Sobre esse debate ver ainda Macedo e Silva (2006).

³⁷ Não estão incluídas no Gráfico 22 as reservas dos três países asiáticos ausentes da nossa amostra, que certamente tornariam a tendência ainda mais explícita: em dezembro de 2006 Hong Kong acumulava US\$133,2 bilhões; Cingapura US\$136,8 bilhões e Taiwan US\$266,2 bilhões.

grande exceção é a Europa Central e Oriental, como visto no Gráfico 24), reflexo do ótimo momento vivido pelo comércio internacional em geral, e pelas exportações dos PEDs em particular.³⁸ Assim, quando se adiciona ao momento excepcional da liquidez global a expansão das exportações e os superávits em conta corrente (com a ajuda, bastante desigual entre os países, de políticas cambiais preocupadas com a estabilidade das taxas de câmbio), o resultado é a brutal acumulação de reservas internacionais.

Gráfico 24: Saldo em conta corrente, regiões selecionadas, em % do PIB



Fonte: FMI, *World Economic Outlook database*, setembro 2006. Elaboração própria.
* projeção de setembro de 2006.

São duas faces de um fenômeno já discutido na seção II.1 - o “paradoxo de Lucas”, ou o fluxo de capitais países pobres para os ricos, sob a forma dos fortes fluxos de saída na modalidade “ativos de reserva” do Gráfico 17 ou da “exportação de poupança” do Gráfico 24 - e que ilustram a estratégia de auto-proteção, até aqui vencedora enquanto forma de inserção na globalização financeira (cujos benefícios teóricos sofrem, assim, mais um choque com a realidade observada).

Seja como for, o fato de os PEDs terem aparentemente aprendido as principais lições da época de crises (em graus bastante variados, é verdade) os torna, pelos fatores internos, menos vulneráveis a uma eventual reversão cíclica - que, a se guiar pelo comportamento atual dos fatores externos geralmente mais importantes, não parece muito improvável. Até alguns anos

³⁸ Ciclo comercial que também depende de forma crítica da ascensão principalmente da China e de seu duplo papel nas trocas globais, profundamente dinamizador. Ver a respeito, por exemplo, Biancarelli (2006) e as referências lá contidas.

atrás um atributo associado muito mais aos países asiáticos, essa robustez nas contas externas se disseminou no ciclo atual até mesmo pela América Latina, como será visto na seqüência para o caso brasileiro. As perspectivas futuras são retomadas na seção II.5.

II.4 O Brasil e os ciclos de liquidez

A descrição do quadro geral de globalização financeira para PEDs e os diferentes padrões de integração por meio dos estoques (seção II.2), bem como o detalhamento da oscilação cíclica dos fluxos financeiros dirigidos a essas economias que também marca essa época histórica (seção II.3), tiveram o objetivo de compor o pano de fundo internacional diante do qual tem se movido a economia brasileira nos últimos tempos. O que se pretende agora é apresentar as grandes linhas da interação entre o país e esse ambiente financeiro externo, em mutação, desde 1990 (o que, por sua vez, prepara o terreno para a segunda etapa da pesquisa, que examinará as repercussões dessa interação sobre o sistema local de financiamento).

Para tanto, optou-se por uma abordagem concentrada em dois conjuntos de dados: os oriundos do balanço de pagamentos – nos quais se busca um detalhamento dos fluxos mais relevantes para os objetivos aqui³⁹ – e alguns indicadores de solvência e liquidez (que além dos dados de fluxos também levam em conta os estoques). Pretende-se, assim, verificar como – para uma economia cujo padrão de inserção foi acima definido como de menor qualidade, entre os grandes emergentes – as contas externas e a capacidade de honrar os compromissos internacionais se comportaram, diante da realidade antes descrita como sendo marcada por dois vetores principais: aumento da integração financeira a “longo” prazo; e fortes oscilações cíclicas a “curto”.

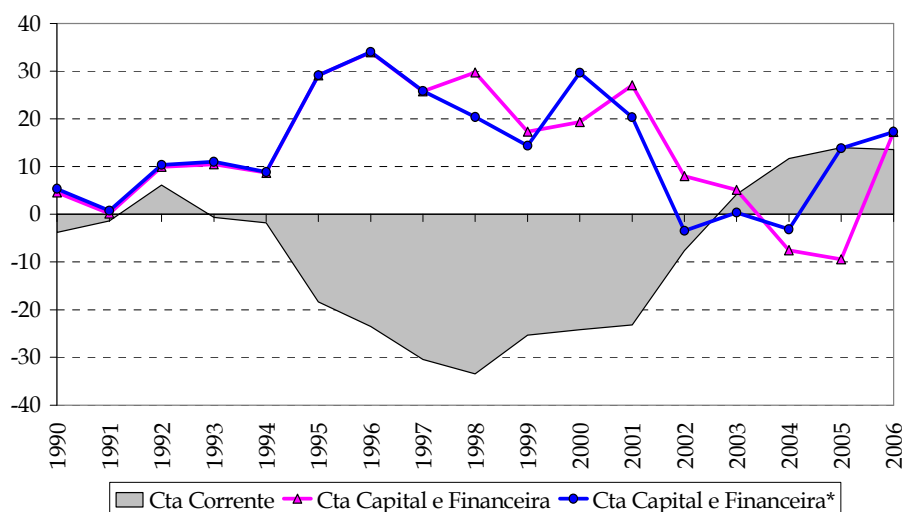
E é com essa segunda característica que os resultados desta seção mais dialogam: o comportamento da situação financeira externa da economia brasileira guardou, no período analisado, íntima relação com os dois ciclos de liquidez acima descritos. Ou seja, parece muito claro que são as condições externas de financiamento que condicionaram (em alguns casos determinaram), em várias dimensões, a situação das nossas contas externas e, com elas, parte importante das possibilidades de desenvolvimento. Essa idéia geral – e que não representa,

³⁹ Uma descrição de caráter mais amplo do financiamento externo da economia brasileira, e dos fluxos de entrada e saída de moeda estrangeira dele decorrente, pode ser encontrado no relatório 1 do sub-projeto III. O perfil do balanço de pagamentos brasileiro durante os últimos quatro anos também está analisado em Prates (2006).

rigorosamente, nenhuma novidade histórica – guarda uma série de aspectos específicos, detalhados a seguir.

A imagem mais ampla que se pode obter do balanço de pagamentos de uma economia é a que representa os seus dois principais componentes: a conta capital e financeira e as transações correntes (Gráfico 25). As informações apresentadas (sempre em termos líquidos) mostram, grosso modo, um país que saiu de uma situação de equilíbrio em conta corrente e baixos níveis de financiamento externo na primeira metade da década de 1990, passa por uma longa fase de déficits correntes significativos cobertos pelo também muito expressivo financiamento externo, até uma fase mais recente em que caem significativamente os valores líquidos da conta capital e financeira (para subir novamente apenas em 2006) e assiste-se a uma brutal reversão na conta corrente em direção aos altos superávits atuais. Em relação à conta corrente, a trajetória é “colada” às tendências descritas na seção anterior (e mostradas no Gráfico 24): deterioração pronunciada no primeiro ciclo e forte recuperação no segundo – que por sua vez têm a ver com as opções de abertura comercial/política cambial naquela fase, e com o bom momento vivido atualmente pelo comércio internacional.

Gráfico 25: Brasil: Transações Correntes e Conta Capital e Financeira, líq., 1990-2006, em US\$ bilhões.



Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais. Elaboração própria.

* exclui operações de regularização.

Mas essa primeira imagem, no que se refere ao financiamento, é um tanto ilusória, e começa a ser refinada no próprio Gráfico 25, na linha mais escura – ali estão excluídos, do total da conta capital e financeira, os valores relativos às operações de regularização (que

representam em essência os recursos obtidos e depois pagos ao FMI, a título de socorro, oficial e por critérios extra-mercado, em situações de crise de liquidez).⁴⁰

São claras as diferenças, com os números ajustados marcando valores bem inferiores nos anos em que o país absorveu recursos do Fundo (1998; 1999; 2001; 2002 e 2003) e superiores naqueles em que pagou de volta (2000; 2004 e 2005). Só com esse ajuste, já ficam claros dois sinais que a forma oficial de contabilização do balanço de pagamentos deixa ocultos: a forte deterioração do financiamento de 1998 a 2002 (interrompida pela efêmera recuperação de 2000); e a melhora (ou pelo menos a estabilização) a partir de 2003, e não apenas um salto repentino em 2006 (como aparece na figura da esquerda). Ou seja, os números sem operações de regularização deixam mais clara a real vinculação do país aos dois ciclos de liquidez internacional privada. Por conta disso é que na seqüência apresenta-se apenas esse tipo de informação.

Mas estes números ainda estão muito agregados, e representam a somatória das quatro categorias que compõem a conta financeira (IDE, investimento em carteira, outros investimentos e derivativos financeiros), nas suas diferentes subdivisões, não esclarecem a nacionalidade dos investidores (brasileiros ou estrangeiros) e, também, se referem apenas aos valores líquidos.

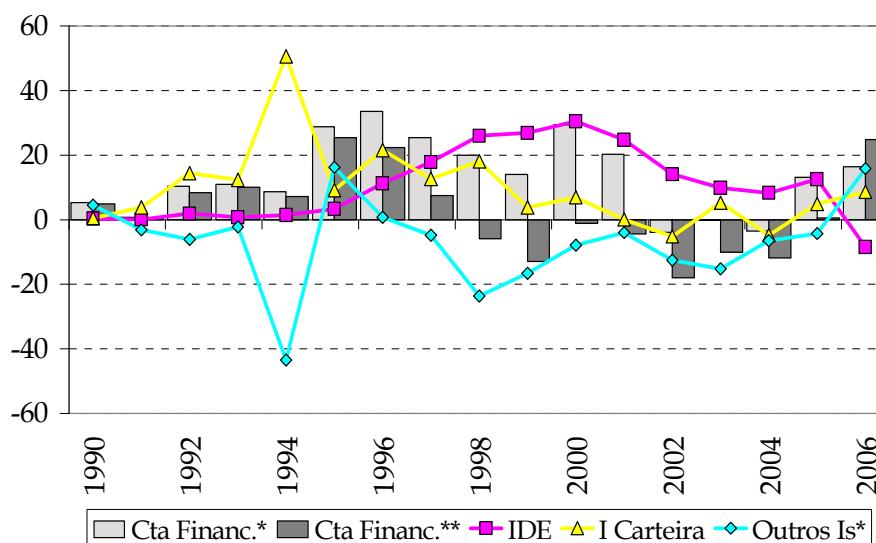
Como o objetivo é estudar os impactos das oscilações nos fluxos de capital privados sobre as contas externas do país - e posteriormente os seus efeitos sobre a estrutura de financiamento doméstica -, se caminhará, pelos motivos explicitados ao longo do texto, no sentido de uma análise bem mais focada: nos fluxos de investimento de carteira e outros investimentos; nos recursos de estrangeiros; em três modalidades específicas e mais relevantes; e enfim, para esses casos, nos fluxos brutos, de entrada e saída.

Por essa via, o primeiro passo é analisar a composição dos fluxos líquidos registrados, por componente da conta financeira, entre 1990 e 2006 (Gráfico 26). Três fatores chamam a atenção. Em primeiro lugar, o ano de 1994 (marcado por um “mergulho” nos outros investimentos e um salto no investimento de carteira), cuja excepcionalidade é explicada pela conclusão da renegociação da dívida externa do país nos moldes do Plano Brady (substituindo, por essa via, dívida registrada junto a bancos comerciais por títulos negociáveis nos mercados

⁴⁰ Essa “camuflagem” das operações de regularização dentro da conta financeira (mais especificamente na “outros investimentos”, “empréstimos e financiamentos”, “autoridade monetária”) é bastante questionável dada a natureza muito peculiar da operação, em relação às demais que ali estão registrada. Ela segue a recomendação do Manual n.5 de balanço de pagamentos do FMI, adotada no Brasil a partir de 2001.

internacionais, os *bradies*).⁴¹ Em segundo a semelhança (à parte esse evento único) de duas das curvas representadas em relação à tendência vista anteriormente (Gráficos 13 e 14) para os PEDs e emergentes como um todo: se na fase ascendente do primeiro ciclo a importância maior é do investimento de carteira, na fase descendente são os outros investimentos que lideram o movimento de queda, acompanhados alguns anos depois pelo investimento de carteira. No ciclo recente, desde 2003, a recuperação também parece mais nítida nesta última modalidade (apesar do valor negativo de 2003); e os outros investimentos recuperando-se do valor muito baixo de 2003 e permanecendo no terreno negativo até a disparada de 2006 – quando aparece, liquidamente, como principal responsável pelos valores elevados da conta financeira.

Gráfico 26: Brasil: Conta Financeira e seus componentes, líq., 1990-2006, em US\$ bilhões.



Fonte: Banco Central do Brasil, séries especiais. Elaboração própria.

* exclui operações de regularização.

** exclui operações de regularização e IDE.

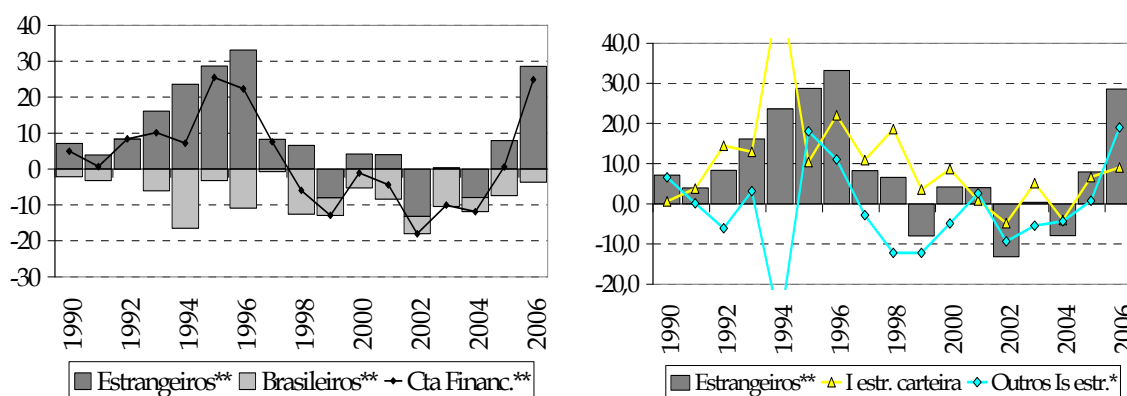
A terceira observação (apenas em parte coerente com o quadro descrito na seção II.3) se refere ao outro componente: parece nítido que quem sustenta a conta financeira em valores expressivos durante toda a fase de queda do primeiro ciclo é o IDE – e aqui a importância numérica da privatização do sistema de telefonia em 1998, cujo pagamento foi diluído ao longo de alguns anos, é difícil de ser exagerada. Curiosamente, depois de 2000, ao contrário do que ocorre com o resto dos PEDs, o IDE líquido no Brasil é cadente – e, em 2006, apresenta pela

⁴¹ Por conta disso, nos próximos gráficos as escalas foram ajustadas para que esses valores extremos de 1994 não prejudicassem a observação das tendências nos demais anos.

primeira vez valores negativos muito expressivos, reflexo, como será visto, da forte saída de investimento brasileiro no exterior (cujos determinantes estruturais e conjunturais estão muito além do alcance da presente pesquisa).⁴² Desta forma peculiar, também a exclusão dessa modalidade de fluxo de capital permite visualizar melhor a participação brasileira nos dois ciclos.

Por conta dessas (e outras) particularidades e também da ausência de impactos diretos do IDE sobre as condições domésticas de financiamento (que é afinal de contas o objetivo último aqui), o foco se torna agora mais estreito, sobre os investimentos de carteira e os outros investimentos (estes, já líquidos das operações de regularização). Assim, na parte esquerda do Gráfico 27 já estão expressos os fluxos de aplicações brasileiras e estrangeiras apenas por estes dois canais - mostrados em separado, para o caso dos investimentos estrangeiros, na parte direita. Dessa forma, o quadro vai ficando muito mais nítido.

Gráfico 27: Conta Financeira:** brasileiros e estrangeiros; estrangeiros por tipo, líq., 1990-2006, em US\$ bi.



Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais. Elaboração própria.

* exclui operações de regularização.

** exclui operações de regularização e IDE.

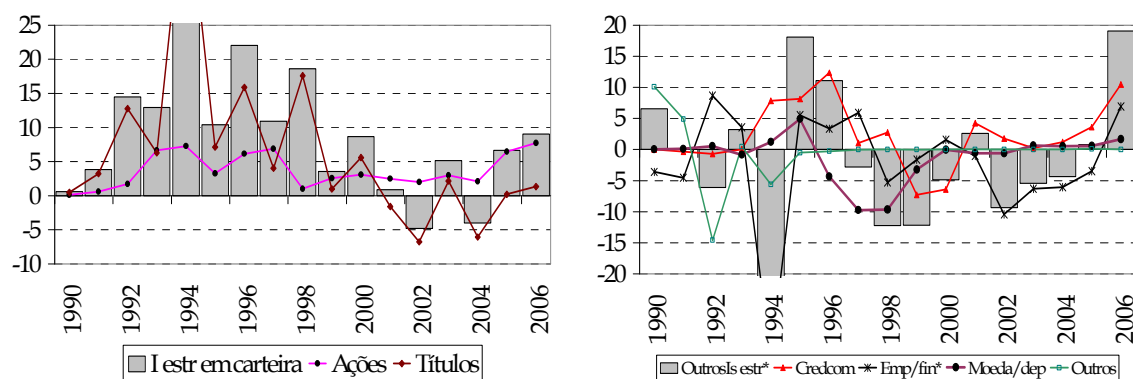
Em relação à divisão por nacionalidade, os recursos brasileiros representam, em quase todo o período, valores líquidos negativos e pouco significativos, incapazes de alterar o movimento do total líquido, determinado pelos recursos estrangeiros. As exceções são o atípico ano de 1994 (quando a forte saída líquida de brasileiros ameniza o crescimento da entrada líquida de estrangeiros); a agonia da âncora cambial em 1998 (em que o total estrangeiro é

⁴² O aumento nos fluxos de saída de IDE é um movimento comum a outros grandes países emergentes (ver Gráfico 15), mas os valores líquidos negativos são uma peculiaridade (negativa) do caso brasileiro, reflexo em grande parte, no ano de 2006, da compra da mineradora canadense Inco pela Companhia Vale do Rio Doce que, como será visto mais a frente, afeta outras contas.

positivo apesar de tudo, mas a forte saída de brasileiros traz o somatório para o terreno negativo, indicando precedência de investidores locais na precipitação da crise cambial de janeiro de 1999); e 2003 (quando novamente a forte saída de brasileiros mascara a recuperação dos estrangeiros, que passam de um déficit de mais de US\$ 10 bilhões para o equilíbrio). Vale anotar também que, durante todo o período, a modalidade de saída que predominou entre os recursos brasileiros foi a dos outros investimentos, mais especificamente em “moeda e depósitos” – um forte indicativo de movimentos patrimoniais, de proteção da riqueza em épocas de incerteza, muito mais do que objetivos de investimento em oportunidades no exterior.⁴³

Concentra-se a análise, então, nos investimentos estrangeiros. Em relação a estes, mostrados na figura à direita, estão ilustrados não apenas a “montagem” do primeiro ciclo comandada pelos investimentos em carteira e sua “desmontagem” liderada pelos outros investimentos; mas também uma situação, a partir de 2003, muito menos positiva do que poderia se prever dada a dimensão do ciclo de liquidez explicitada na seção anterior, com melhora expressiva apenas em 2006. No Gráfico 28, faz-se a decomposição desses fluxos de investimento estrangeiro nos componentes das duas sub-contas enfocadas.

Gráfico 28: Investimentos estrangeiros em carteira e outros investimentos: por tipo, líq., 1990-2006, US\$ bi.



Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais. Elaboração própria.
* exclui operações de regularização.

Quanto ao investimento estrangeiro em carteira, chama a atenção a volatilidade acentuada do total líquido negociado em títulos (mesmo desconsiderando o caráter excepcional

⁴³ As exceções ficam por conta de valores expressivos de saída na modalidade de carteira, mais especificamente “títulos” em 1994 (indicando uma possível compra dos *bradies* por aplicadores residentes); e também em outros investimentos, “outros ativos” nos anos de 1993 a 98 (essa conta registra, segundo as notas metodológicas do BCB, “participação do Brasil no capital de organismos internacionais e depósitos de cauções de longo prazo. No curto prazo (que é o caso nos anos indicados), estão alocados os depósitos de margens de garantia relacionados a operações de derivativos”).

das operações de 1994, a variação de um ano para outro é muito acentuada), em contraste com uma relativa estabilidade da entrada líquida para investimento em ações brasileiras. Estas atingem em 2006 o maior valor de todo o período (US\$ 7,7 bilhões), mas a sua taxa de crescimento nos últimos três anos é bem parecida à da modalidade de títulos, que após um resultado muito negativo em 2004 e nulo em 2005, atinge mais de US\$ 1 bilhão em 2006.

Por outro lado (o direito do gráfico), entre os outros investimentos estrangeiros, a rubrica que mais chama a atenção é a dos “empréstimos e financiamentos”, e não apenas por ser a mais diretamente vinculada às finanças locais: “outros passivos” perde qualquer importância depois de 1995; “moeda e depósitos” (que puxava a forte saída líquida entre 1997 e 1999) também caminha próximo de zero desde 2000; e o “crédito comercial” tem, entre os determinantes de seu comportamento, fatores não apenas financeiros. De qualquer forma, este último tipo também apresenta fortes oscilações que acompanham de maneira aproximada os dois ciclos de liquidez.⁴⁴ Ciclos (com seus respectivos picos e vales) que ficam bastante patentes justamente no comportamento dos “empréstimos e financiamentos” (principalmente a partir da fase descendente do primeiro): estão ali as conjunturas muito difíceis de 1998 e 2002, e a recuperação rumo ao recorde de 2006.

Mas as semelhanças com o comportamento geral dos fluxos de capital para PEDs estão, no caso brasileiro, pontuadas por várias peculiaridades, principalmente nos anos mais recentes.

Uma delas é a magnitude dos números favoráveis até agora alcançados: ao contrário do que ocorre para os totais dirigidos aos PEDs e/ou aos emergentes como um todo, para o Brasil o último ano representa um ápice apenas relativo. Em todas as medidas apresentadas da conta financeira (desde a mais completa até a mais restrita, sem as operações de regularização e o IDE) os valores líquidos não superam os atingidos em meados dos anos 1990. Nos agregados dos tipos de fluxos apenas “outros investimentos” iguala o recorde anterior (Gráfico 26); as entradas líquidas estrangeiras chegam perto, mas não superam as de 1996 (Gráfico 27). E nas diferentes subcontas de aplicações estrangeiras, nenhuma apresenta valores muito superiores ao auge do primeiro ciclo de liquidez (apesar dos recordes citados nos parágrafos anteriores).

Além disso, parece claro que, ainda que melhores que o fundo do poço de 2002, os anos de 2003; 2004 e mesmo 2005 apresentaram valores muito baixos, quando não negativos, em

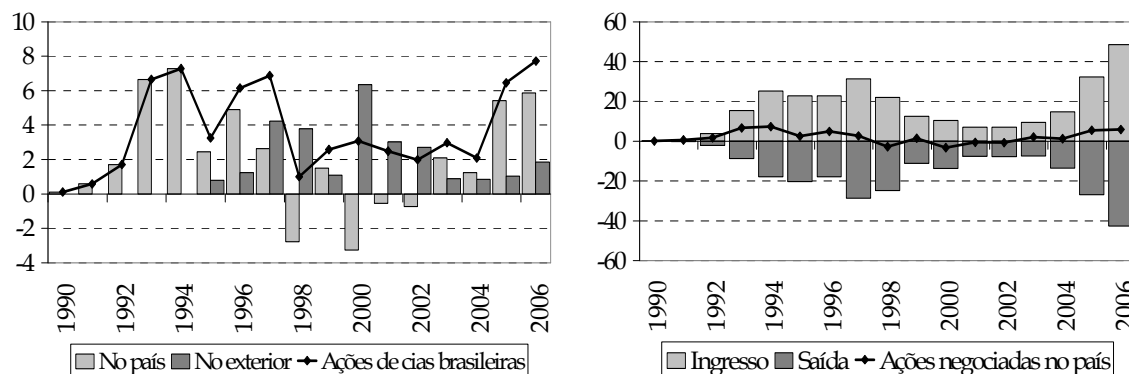
⁴⁴ Apenas em conjunturas muito excepcionais o comportamento do crédito comercial descola significativamente do dinamismo do comércio exterior. O fato dos dois ciclos (comercial e de liquidez) muitas vezes andarem juntos ajuda explicar o movimento.

todas as modalidades (o que é mais verdade para “títulos” e “empréstimos e financiamentos” estrangeiros). Ou seja, a impressão geral que emana das contas apresentadas até aqui, mesmo descontados os recursos do FMI e o IDE (que por motivos diferentes reduzem a dimensão da melhora após-2003), é a de que o país pouco aproveitou as boas condições internacionais vigentes nesse segundo ciclo – ou o fez apenas tardiamente. Descontados o fato de uma maior desconfiança inicial dos investidores em relação ao Brasil (que havia sido, afinal de contas, um dos focos das turbulências de 2002) e, não menos importante, a redução drástica nas necessidades de financiamento externo garantida pela melhora em transações correntes, tal impressão pode ser bastante detalhada quando o balanço de pagamentos é olhado por outros ângulos.

Quais ângulos são esses? Trata-se de concentrar, ainda mais, o foco: nas três sub-contas antes destacadas como as mais relevantes para os objetivos deste estudo (“ações” e “títulos” por um lado, e “empréstimos e financiamentos” por outro); e privilegiar o período após-2003.

Na seqüência, o Gráfico 29 começa por apresentar as duas subdivisões possíveis para o investimento em ações de companhias brasileiras: as ações negociadas no país e aquelas negociadas no exterior (na forma quase exclusiva de *American Depositary Receipts* em Bolsas de Valores nos Estados Unidos); e os fluxos de entrada e de saída de recursos para negociação com ações brasileiras no país.⁴⁵ Na escala adequada, ficam patente alguns fatores relativos a esse canal de relacionamento financeiro com o exterior.

Gráfico 29: Investimentos estrangeiros em ações, por local de negociação (líq.); e negociadas no país, entrada/saída, 1990-2006, US\$ bi.



Fonte: Banco Central do Brasil, séries especiais. Elaboração própria.
* exclui operações de regularização.

⁴⁵ Aqui, e também em relação aos títulos e empréstimos e financiamentos, são apresentadas apenas as figuras mais relevantes, com um detalhamento bem maior sendo mostrado nos gráficos do Anexo III.

Antes de mais nada, transparece a vinculação dos totais líquidos com os ciclos de liquidez e o relativo atraso do engate do país na fase de cheia verificada desde 2003. Outra peculiaridade do ciclo atual no caso brasileiro é o peso das duas formas de internalização de recursos investidos por ações: se entre 1997 e 2002 (com exceção do conturbado ano de 1999) a captação na forma de ADRs foi em termos líquidos muito superior à entrada de aplicadores nas Bovespa, a partir de 2003 a situação volta a se inverter, e atualmente a relevância do mercado local de ações frente ao volume negociado no exterior parece muito maior. Por último, e agora sim em sintonia com as tendências globais, a explosão dos valores brutos negociados no país, verificada em 2005 e principalmente 2006: os valores líquidos, ainda que significativos, não dão conta da agitação provocada no mercado acionário brasileiro pelos investidores estrangeiros, nos últimos dois anos.

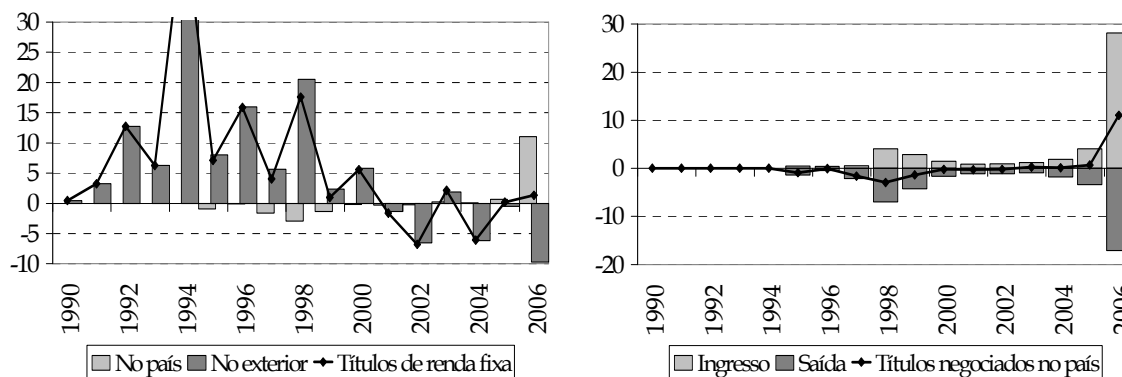
O outro componente do investimento de carteira comporta uma maior variedade de subdivisões possíveis, a começar do local de emissão e negociação: “títulos de renda fixa negociados no país” (registrando as entradas de investidores para a compra de papéis locais, públicos e privados) e “títulos de renda fixa negociados no exterior” (as emissões, também públicas e privadas, de instrumentos no mercado financeiro internacional). Refinando ainda mais a análise, pode-se observar os tipos de títulos negociado no país (curto e longo prazo) e no exterior (*bônus*; *notes* e *commercial papers*; e títulos de curto prazo⁴⁶). Em cada uma dessas categorias, é possível ainda separar entradas e saídas de recursos.

Essa riqueza de detalhes está ilustrada nos gráficos do Anexo III, mas o Gráfico 30 já é suficiente para explicitar o fenômeno mais relevante: a mudança verificada no peso relativo dos títulos negociados aqui e no exterior. Predominantes em termos de importância para o total ao longo de todo o primeiro ciclo (mesmo desconsiderando o ápice extraordinário de 1994), estes apresentam desde 2001 valores líquidos cada vez mais negativos; enquanto que as aplicações de renda fixa no mercado local mantêm-se em patamares muito próximos de zero, até explodirem para mais de US\$ 11 bilhões em 2006.

⁴⁶ Além de detalhes contratuais, o que distingue as três modalidades é basicamente o prazo, decrescente a partir dos *bônus* (soberanos, predominantemente). Decrescente, na mesma ordem, também é a importância de cada um dos três tipos, em termos líquidos e brutos desde 1990 (ainda que na segunda metade da década passada as *notes* e os *commercial papers* tenham movimentado um volume maior de recursos que os *bônus*). Ver os gráficos no Anexo III.

Esta mudança drástica – que gera valores inusitados tanto para os ingressos como para as saídas (representados na parte direita do Gráfico 30)⁴⁷, um notório sinal de atividade especulativa – parece ter íntima relação com os incentivos tributários oferecidos pelo governo brasileiro ao investimento estrangeiro de carteira (MP 281 de 15/02/2006), voltados principalmente para a aquisição de títulos da dívida pública. Mais do que isso, é nesse tipo de aplicação (mais do que em qualquer outra), que o acentuado diferencial de taxas de juros do país em relação ao resto do mundo mostra toda a sua importância. Trata-se de uma mudança importante que, para além dos efeitos aqui verificados sobre as contas externas, pode vir a ter outros impactos sobre o sistema local de financiamento (analisados no segundo relatório).

Gráfico 30: Investimento estrangeiro em títulos de renda fixa, por local de negociação (líq.); e títulos negociados no país, entrada/saída, 1990-2006, US\$ bi.



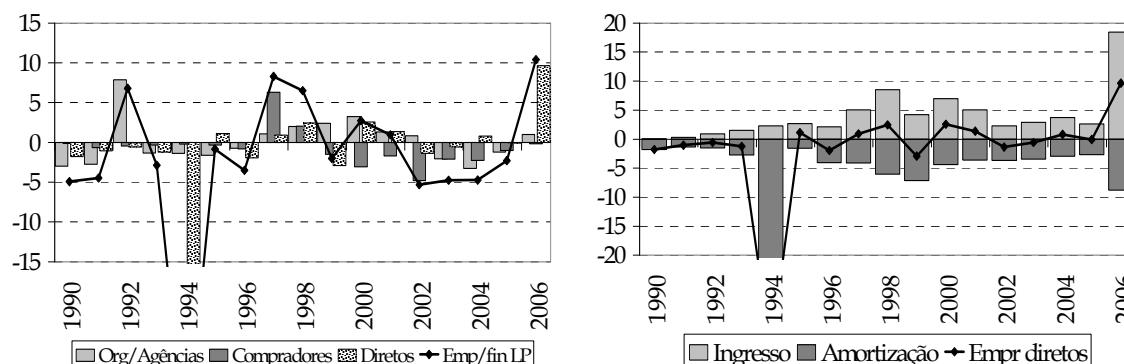
Fonte: Banco Central do Brasil, séries especiais. Elaboração própria.

Por fim, resta observar o comportamento dos “empréstimos e financiamentos” estrangeiros (Gráfico 31), que merece alguns esclarecimentos prévios. Cabe ressaltar que estão desprezados aqui, como já adiantado, os valores registrados a título de operações de regularização (que representam praticamente a totalidade dos empréstimos e financiamentos destinados à autoridade monetárias); fica-se assim apenas com aqueles contraídos pelos “demais setores”. Dentro desse universo são identificados, na contabilização das séries especiais do Banco Central do Brasil, além dos empréstimos de curto prazo (para os quais é impossível reconstituir os valores brutos), quatro categorias de longo prazo: “organismos”, “agências”, “compradores” e “empréstimos diretos”. Destas, rigorosamente, apenas a última representa aquilo que mais interessa aqui: os empréstimos bancários tradicionais – que perdem espaço no

⁴⁷ E que, como pode ser verificado nos gráficos do Anexo III, catapultava não apenas os valores de entradas e saídas dos títulos de longo prazo negociados no país, mas também os de curto.

início da globalização financeira e são objetos da securitização de 1994 por meio do Plano Brady para o caso brasileiro, mas que nesse segundo ciclo de liquidez têm participação importante nos fluxos para PEDs e emergentes (como visto principalmente no Gráfico 13).⁴⁸

Gráfico 31: Empréstimos e financiamentos estrangeiros de longo prazo, demais setores, por modalidade (líq.); e empréstimos diretos, entrada/saída, 1990-2006, US\$ bi.



Fonte: Banco Central do Brasil, séries especiais. Elaboração própria.

Novamente, o quadro é parecido: de 2003 a 2005 recuperação em valores líquidos ainda modestos (no caso, negativos) e explosão em 2006, concentrada em uma única modalidade, que vê seus valores brutos também serem em muito ampliados. E também de forma semelhante ao caso dos títulos de renda fixa negociados no país, não é difícil encontrar neste ano um evento peculiar que ajuda a entender a inflexão: o empréstimo-ponte tomado pela Companhia Vale do Rio Doce para a aquisição da mineradora canadense Inco, cujo valor é provavelmente muito superior ao total líquido de todos os empréstimos e financiamentos aos demais setores (pouco superior a US\$ 10 bilhões), e responde por mais de 70% toda a entrada por essa modalidade (US\$ 18,5 bilhões).⁴⁹

Cabe ressaltar que tal forma de obtenção de recursos (com o fim específico de viabilizar financeiramente a aquisição direta) não esgota seus efeitos, mesmo de curto prazo, na operação

⁴⁸ A separação entre “organismos” (multilaterais, como o BID, o Banco Mundial) e “agências” (governamentais, controladas por um único país) é uma peculiaridade brasileira, e agrega dois tipos de fluxos de recursos guiados não exatamente pelos mesmos impulsos privados que outros aqui tratados (poderiam ser agrupados como empréstimos “oficiais”). Nesse sentido, como mostra o Gráfico 29 (que agrupa os dois), eles têm um componente de certa forma anti-cíclico. Já os empréstimos de “compradores” são uma modalidade de financiamento do comércio exterior, que se distingue do crédito comercial pela presença de um banco enquanto intermediário entre o comprador e o vendedor. As três categorias (salvo em alguns anos excepcionais) têm, como mostra o Gráfico 29, menor importância do que os empréstimos diretos.

⁴⁹ Não é possível obter os valores exatos do empréstimo-ponte, mas o quadro 33 da Nota para a Imprensa do Banco Central (jan/2007) permitem essa avaliação das suas dimensões: em 2006 o desembolso na forma de empréstimos estrangeiros diretos de médio e longo prazo, para o setor de “extração de minerais metálicos” foi de US\$ 14,6 bilhões; contra meros US\$ 200 milhões em 2005.

em si: o prazo muito reduzido (2 anos) para valores tão expressivos exige da companhia a captação de recursos por outras vias mais adequadas, interna e externamente, e assim impacta também outras modalidades da conta financeira, além de ser em parte responsável pelo aumento expressivo também nas saídas registradas nessa rubrica. Mesmo assim, é inegável que o salto, na dimensão registrada, está vinculado a essa transação excepcional.

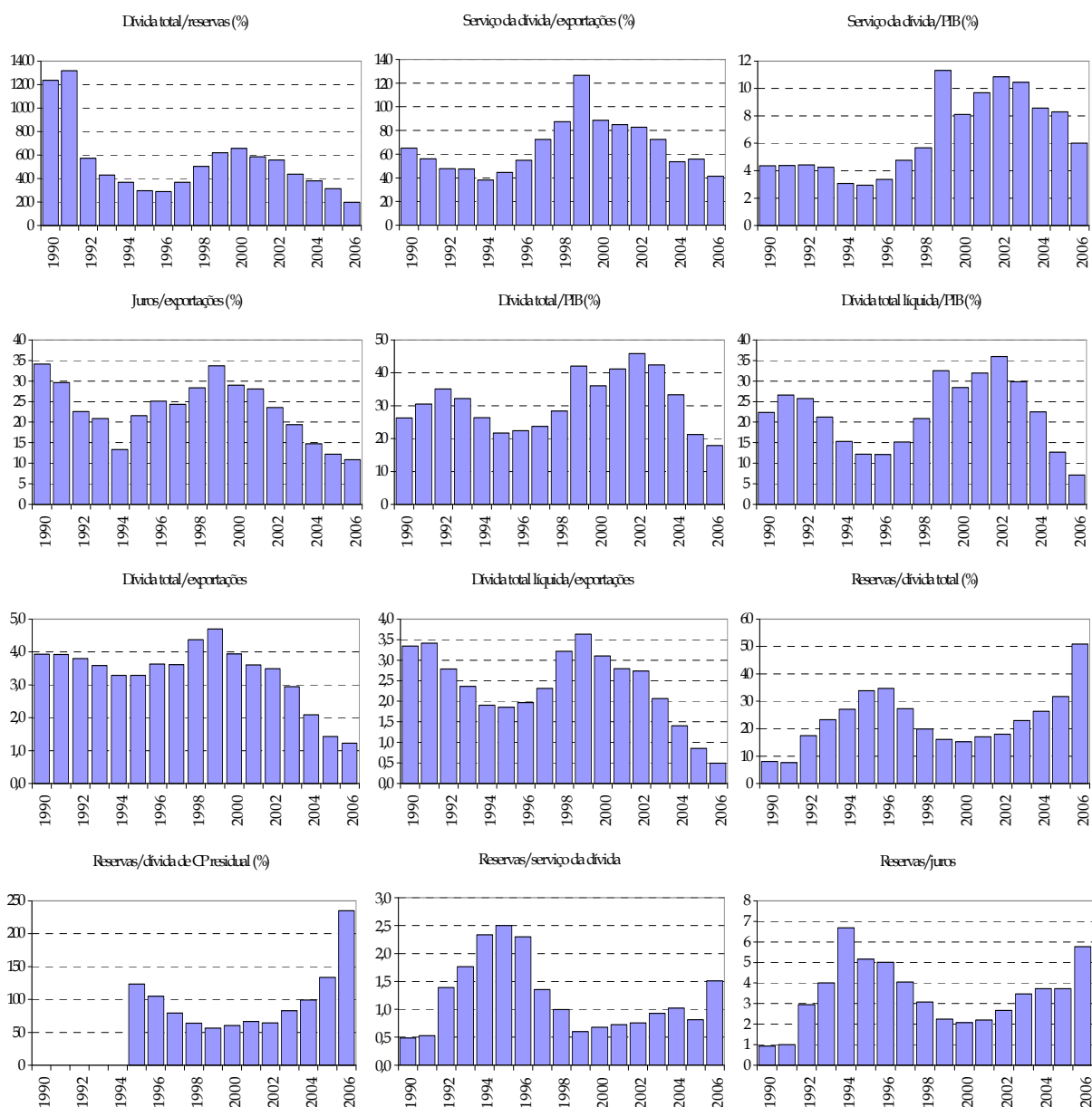
Assim, a observação das contas relativas ao financiamento do balanço de pagamentos brasileiro produz uma série de conclusões que, longe de negar a idéia geral de dependência em relação aos ciclos internacionais de liquidez, qualificam essa relação, principalmente quanto ao período mais recente. A primeira e mais geral diz respeito à divisão básica do balanço: com a melhora expressiva na conta corrente em direção aos altos superávits atuais, é em muito reduzida a necessidade de financiamento externo (já que uma quantidade muito maior de divisas está ingressando no país por transações ligadas a fatores “reais”). É portanto compreensível, desse ponto de vista, que mesmo com uma ampla disponibilidade de liquidez internacional desde 2003, o Brasil absorva recursos líquidos em quantidades mais modestas do que o fez durante a fase de cheia do primeiro ciclo.

Quando são descontadas as operações de regularização e os fluxos de IDE, e a análise fica concentrada nos recursos estrangeiros das demais modalidades mais importantes da conta financeira, chega-se a um quadro de forte melhora no financiamento externo concentrada em 2005 e principalmente em 2006. Esta, nos valores que se deu no último ano, se deve, além da “enxurrada” de investidores estrangeiros na Bolsa de Valores de São Paulo para a negociação de ações, à isenção fiscal e ao acentuado diferencial de juros que estimulam a aplicação em títulos de renda fixa (principalmente públicos) negociados no país, e a uma vultuosa operação excepcional de tomada de empréstimo direto, para financiar uma operação de compra de ativos por uma multinacional brasileira (operação que, em si, também amplia excepcionalmente o fluxo de investimento direto brasileiro no exterior). Nessas três modalidades, uma das marcas do ciclo atual – a elevação maior dos valores brutos em relação aos líquidos, que também significa uma melhora nas condições de financiamento – se faz presente de forma nítida. É, no fim das contas, uma melhora importante, mas que não deixa de depender de alguns fatores extraordinários.

No entanto, se nas contas que registram os fluxos financeiros o retrato é esse (dependente do cenário externo, com situação atual positiva mas sujeita a qualificações), quando são levados em conta também os estoques a ressalva aparentemente pode ser descartada. A combinação de

superávits em conta corrente (sustentada por um formidável desempenho da balança comercial puxada pela explosão das exportações) com a melhoria das condições de financiamento, aliada à estratégia de forte acumulação de reservas internacionais, principalmente nos últimos anos, resulta em uma evolução extremamente positiva dos indicadores de endividamento externo. Assim, outra das marcas do período mais recente – bastante coerente, aliás, com a situação descrita pelos fluxos do balanço de pagamentos como um todo – é o processo de desendividamento externo.

Gráfico 32: Indicadores de endividamento externo, 1990-2006



Fonte: Banco Central do Brasil, nota para a imprensa, setor externo, vários números. Elaboração própria.

Vão mostrados no Gráfico 32 doze desses índices – relativos não apenas ao tamanho da dívida e seu serviço, mas também à liquidez de curto prazo (que levam em conta o estoque de reservas internacionais) e também à solvência, a capacidade de pagamento do país a mais longo prazo (garantidas, em última instância, pelos dólares gerados pelas exportações) – calculados pelo Banco Central a partir dos estoques de dívida externa registrada.⁵⁰ Em todos, a oscilação nas condições brasileiras acompanha muito de perto os ciclos internacionais de liquidez antes descritos, assim como em todos a melhora recente é inequívoca e já notável a partir de 2003. Explicita-se aqui o desendividamento, em marcado contraste com o ocorrido durante o ciclo anterior de liquidez – quando, após a conclusão da renegociação em 1994 (que reduz obviamente o montante total), o estoque cresce durante a fase de financiamento abundante, assim como crescem as suas medidas relativas às reservas e às exportações, e também os custos dessa dívida. No período de dificuldades a partir de 1998, todos esses indicadores pioram, como seria de se esperar.

Note-se ainda, em relação ao período recente, que apresentam desempenho favorável mais pronunciado aqueles índices que combinam o nível das exportações e o das reservas internacionais (caso, por exemplo, do indicador Dívida Líquida/exportações); enquanto os que dependem diretamente de variáveis como as taxas de juros pagas pelo estoque da dívida e/ou as taxas de crescimento do PIB, melhoram de forma menos acentuada.

Mas, ainda que numerosos, tais indicadores podem ser considerados “rudimentares” e por isso geradores de uma visão apenas parcial da situação: ao deixarem de fora outras formas de passivos externos, esses índices ignoram os desdobramentos dos principais fenômenos que vêm sendo descritos neste relatório. As condições de liquidez e solvência da economia brasileira podem ser mais bem avaliadas, seguindo o procedimento adotado nos boletins de conjuntura do Cecon – IE/Unicamp⁵¹, que ampliam o espectro de indicadores acompanhados.

Iniciando pela liquidez, os três índices utilizados são: um tradicional, que divide o passivo externo de curto prazo (formado pela dívida externa de curto prazo e pelo estoque de investimento estrangeiro em carteira) pelo estoque de reservas; outro utilizado pela agência de classificação de risco Standard & Poor’s que coloca no numerador as “necessidades brutas de financiamento externo” (saldo em transações correntes + principal vencível em doze meses da

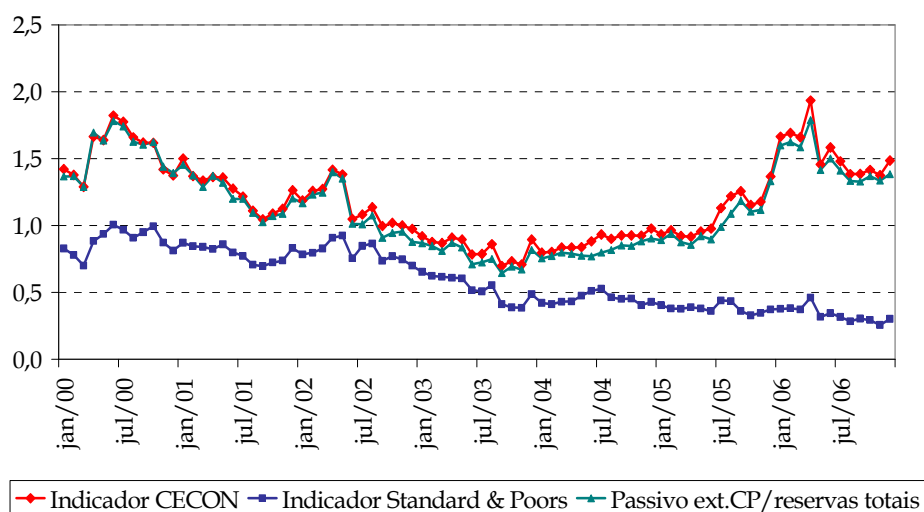
⁵⁰ Cabe ressaltar que a dívida externa aqui registrada abarca tanto as modalidades contabilizadas, enquanto fluxos no BP, em “outros investimentos”, quanto o endividamento na forma de títulos negociados no exterior, lá registrado como “investimento de carteira”.

⁵¹ Para uma explicação dos indicadores, ver Prates (2006).

dívida externa de médio e longo prazos + dívida de curto prazo) e mantém o denominador; e finalmente um indicador construído pelo próprio Centro, que acrescenta a essas necessidades brutas o estoque de investimento estrangeiro em carteira. A idéia por trás desse acréscimo é que esse tipo de recurso, por natureza mais volátil e sujeito a mudanças bruscas de opinião, também deve ser considerado como dependente de garantias mais robustas de liquidez, como as reservas internacionais.

Dada a indisponibilidade dos dados referentes ao estoque desses investimentos no período anterior a 2000, os três índices vão mostrados, de forma conjunta e a partir dessa data, no Gráfico 33. A trajetória de melhoria nas condições de liquidez, desde 2000 (revertida ao longo do turbulento ano de 2002), é verificada para todas as formas de mensuração até o início de 2004. A partir deste momento a trajetória é (muito) divergente: enquanto o indicador S&P mantém a trajetória de queda (não apenas pela redução nos estoques de dívida, mas pelo aumento no saldo em conta corrente e nas reservas), os outros dois, apesar desses fatores de melhoria, passam a subir de maneira muito acentuada, justamente por levarem em conta o estoque de investimento em carteira.

Gráfico 33: Indicadores de liquidez, 2002-2006



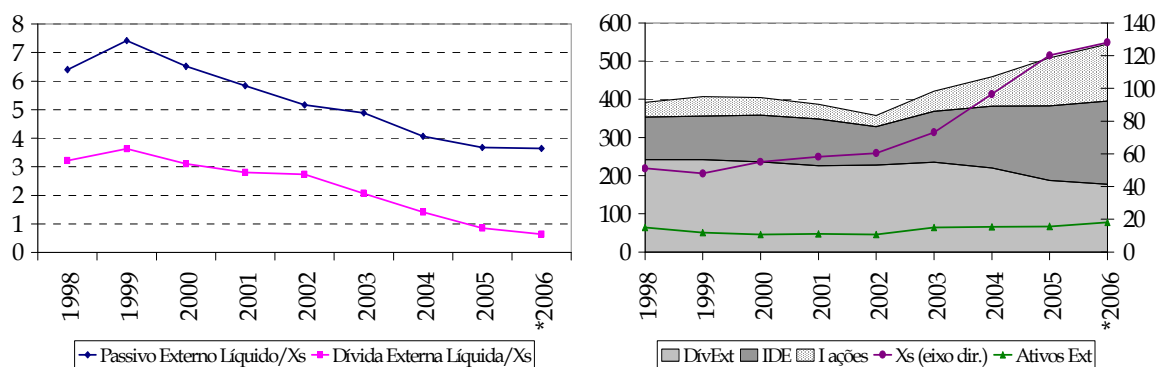
Fonte: Banco Central do Brasil; CVM. Elaboração própria.

É o resultado, acumulado no tempo, dos fluxos líquidos positivos principalmente sob a forma de ações, descrita algumas páginas atrás - ver, nos Gráfico 28 e 29, que o investimento estrangeiro em ações de companhias brasileiras nunca deixou de ser positivo, e dá um salto ao

longo do momento de maior subida mostrada no Gráfico 33 (o ano de 2005); além da explosão já comentada nas aplicações de estrangeiros em títulos de renda fixa no mercado local. Como se vê, dependendo da forma de mensuração, a modalidade de entrada de recursos na qual a recuperação cíclica é mais patente, pode contribuir também para a piora acentuada nas condições de liquidez da economia.

Já quanto à solvência, é possível calcular, desde 1998, um indicador mais amplo em relação ao tradicional **Dívida Externa Líquida/Exportações**, definindo aqui o **Passivo Externo Líquido** como o Passivo Externo Bruto (dívida externa + investimentos em ações + estoque de IDE) menos os Ativos Externos (reservas + ativos dos bancos brasileiros no exterior + créditos brasileiros no exterior). No Gráfico 34, a evolução desses dois indicadores de solvência (à esquerda) mostra que a trajetória de melhora vem, para ambos os casos, desde o pico de 1998, e se acentua a partir de 2003 – mas, no caso do PEL/Xs, desacelera nitidamente na primeira metade de 2006, ficando quase no mesmo patamar. Na parte direita, verifica-se que, no ciclo atual, o componente outrora mais importante do passivo externo bruto nitidamente perde terreno para o IDE (o que sugere uma estrutura passiva de melhor qualidade) e chega quase a ser ultrapassado também pelo investimento em ações (o que pode sugerir o contrário).

Gráfico 34: Indicadores de solvência, 1998-2006



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

* dados até junho/2006.

Mais do que isso, está explicitado que o motor da queda dos indicadores de solvência – que desacelera em 2006 enquanto acelera o investimento em ações – é o comportamento das exportações, até mais do que o das reservas internacionais (grande componente dos ativos externos). Como, no restante do ano de 2006, essas duas tendências (desaceleração das exportações e crescimento ainda maior do estoque de investimento em ações) se acentuaram, é

provável que a queda no indicador mais amplo de solvência tenha diminuído ainda mais o seu ritmo, e que portanto a distância em relação ao indicador mais simples tenha se elevado.

Em suma, emerge aqui novamente um conjunto importante de conclusões, que levantam várias questões que serão tratadas no prosseguimento da pesquisa. O traço geral é a tendência de desendividamento externo, uma novidade em relação ao primeiro ciclo de liquidez e que representa a contrapartida, no que se refere aos estoques, do quadro descrito pelo ângulo dos fluxos, resultado da combinação de melhores condições financeiras internacionais com superávits expressivos em conta corrente (além de um possível aprendizado dos agentes com os erros cometidos na “fase de cheia” anterior). Porém, novamente a conclusão geral precisa ser qualificada: a observação apenas dos estoques de dívida externa pode deixar de fora duas questões importantes.

A primeira delas fica explícita quando se amplia o leque de passivos externos considerados: a inclusão do IDE e (principalmente nos últimos anos) do investimento em carteira torna as condições de liquidez e solvência menos tranquilas e sua trajetória recente, menos favorável. No caso da liquidez, muito menos favorável, dado que a negociação de ações de companhias brasileiras, no país, é um dos canais em que está havendo entrada líquida, muito significativa, de recursos externos na economia brasileira.

A segunda refere-se ao outro canal importante antes identificado – a compra de títulos de renda fixa no mercado local, principalmente títulos públicos. A “enxurrada” mais recente representa, além de um impulso adicional aos indicadores mais elaborados de liquidez, uma possível substituição, não registrada nos indicadores de solvência, na estrutura dos passivos externos: reduz-se tanto a dívida externa direta quanto a por títulos lançados no exterior, mas aumenta-se a parcela dos títulos locais detidos por investidores estrangeiros.⁵² Tudo isso sinaliza mudanças importantes não apenas no que se refere ao financiamento externo em si, mas também aos seus impactos domésticos.

Mas, como conclusão geral dessa seção, o fato é que a situação do Brasil, em meio a esse terceiro ciclo de liquidez da globalização financeira, aparece muito mais sólida. É sobre essa solidez, sem esquecer as várias qualificações que a ela foram feitas, que se debruça o esforço

⁵² A modalidade “títulos de renda fixa negociados no país” não faz parte do indicador de passivo externo líquido, ainda que o faça dos índices mais elaborados de liquidez. Para se ter (mais) uma idéia da importância dos recursos estrangeiros aplicados em títulos locais, segundo os dados da CVM, a participação dessa modalidade (em uma carteira cujo valor cresceu quase 100% ao longo de 2006) subiu de 6,8% para 16,9%; tendo o grande salto sido dado de fevereiro para março: de 7,8% para 14,3%. Este foi o exato momento em que os incentivos tributários já comentados foram implementados.

final deste relatório, dedicado a especular sobre as perspectivas futuras da situação externa da economia brasileira.

II.5 Perspectivas futuras: rumo ao *investment grade*?

Não são necessárias muitas linhas para resumir os resultados a que se chegou até aqui. Se é verdade que o movimento de integração financeira é uma característica notória aos PEDs a partir dos anos 1990 (a despeito da pouca relevância de tais economias diante do que de fato é a globalização), não deixa de também ser o fato de existirem padrões muito distintos de inserção nesse quadro. Quanto a isso a situação brasileira, intermediária no grau de integração se contrastada com o amplo conjunto dos não desenvolvidos, se revela de natureza inferior quando leva-se em conta a integração comercial, quando a comparação é feita com outras grandes economias, e se acrescenta à análise o resultado líquido entre os ativos e os passivos externos. No prazo mais curto, no que se refere aos fluxos de capital, o movimento não conserva uma característica monótona como a revelada pelos estoques: ciclos de liquidez dirigida aos PEDs marcam também o período, com suas fases de “cheia” e “seca” (e efêmeros momentos de reversão da tendência mais geral), comandadas essencialmente por fatores externos às “vítimas” de tal oscilação. Razoavelmente integrada em relação ao PIB, muito integrada quando controlada pelo fluxo de bens e serviços, e com estrutura de ativos e passivos também de natureza inferior à de alguns de seus pares, a economia brasileira teve o resultado do seu setor externo, em linhas gerais, pautado por esses ciclos.

Porém – e aqui talvez o ponto mais importante para essa conclusão – há uma nítida diferença entre os efeitos da primeira e da segunda fase de “cheia”: nos últimos anos, se a melhora nos fluxos da conta financeira foi menos intensa (ou mais atrasada) do que se poderia esperar, pelo lado dos indicadores de endividamento, solvência e liquidez, a situação atual é historicamente positiva, ensejando análises muito promissoras quanto ao futuro das restrições externas ao desenvolvimento brasileiro. Especificamente, o otimismo se traduz em previsões sobre o país ser alçado brevemente ao *investment grade*, grau de investimento não especulativo.

Em termos práticos isso significaria que a dívida externa brasileira de longo prazo, em moeda estrangeira, recebesse a nota Baa ou superior pela agência de classificação de risco Moody's, e/ou a partir de BBB pela Standard & Poor's. Uma terceira agência, a Fitch também considera *investment grade* as dívidas avaliadas com BBB ou superior. Na Tabela 1, a parte

esquerda explicita os três diferentes espectros de *ratings*, e sua parte esquerda demonstra quantos degraus ainda faltam, em cada caso, para que o limiar seja superado; nunca o país esteve tão próximo do grau de investimento.

Tabela 1: Notas das agências* e ratings para a dívida externa de longo prazo em moeda estrangeira, Brasil

Moody's	S&P	Fitch	S&P		Fitch		Moody's	
			classif.	data	classif.	data	classif.	data
Aaa	AAA	AAA	BB	28/02/06	BB	28/06/06	Ba2	31/08/06
Aa	AA	AA	BB-	17/09/04	BB-	28/09/04	Ba3+	01/08/06
A	A	A	B+	02/07/02	B+	06/11/03	Ba3	12/10/05
Baa	BBB	BBB	BB-	03/01/01	B	21/10/02	B1	09/09/04
Ba	BB	BB	B+	14/01/99	B+ (-)	01/08/02	B2	12/08/02
B	B	B	BB-	02/04/97	B+	20/06/02	B1	16/10/00
Caa	CCC	CCC	B+	18/07/95	BB-	19/05/00	B2+	17/08/00
Ca	CC	CC	B	30/11/94	B+	22/02/00	B2	03/09/98
C	C	C			B	26/01/99	B1	30/11/94
	D	RD			B+ (-)	13/01/99	B2+	05/10/94
		D			B+	01/12/94		

Fonte: *Bloomberg*; agências. Elaboração própria.

* as três agências utilizam sinais (+ e -) para qualificar as notas dadas por letras. A Moodys também acrescenta os números de 1 a 3 (em ordem decrescente de qualidade da dívida).

Porém, seguindo os pressupostos mais gerais que orientam esta pesquisa, o cenário róseo que pode emergir dessa realidade deve ser encarado com um grau um pouco maior de prudência - e por mais de uma razão.

Primeiramente, há que se discutir os possíveis efeitos, sobre os fluxos financeiros para cá dirigidos, dessa “promoção”. A promessa contida no grau de investimento é simples (e não inédita): a melhora no acesso ao mercado financeiro internacional. Melhora quantitativa (já que seriam superadas as limitações legais à exposição de vários tipos de investidores institucionais a aplicações especulativas, aumentando em muito as possibilidades de absorção desses recursos) e qualitativa, em termos de prazo, volatilidade, etc. (na teoria, as estratégias de alocação de carteira desse tipo de investidor é pautada por critérios de rentabilidade a longo prazo). Em última instância, o que se vislumbra é a superação de um traço característico da economia brasileira, detalhado na seção II.4: a sujeição às oscilações cíclicas na disponibilidade internacional de financiamento externo. E com isso todo um leque de impactos positivos sobre a estrutura local de financiamento.

Se têm razão as insuspeitas análises (citadas na seção II.1) sobre o funcionamento dos mercados financeiros internacionalmente integrados - e os dados mostrados no início da seção

II.2 vão na mesma direção – essa promessa deixa de considerar um aspecto historicamente verificado: a diversificação internacional das carteiras globais, em larga escala, é um *rich-rich affair* – ou, na nomenclatura aqui julgada mais adequada, é uma prerrogativa dos países emissores de moedas conversíveis. Aos que possuem moedas inconversíveis (e aqui os nomes podem variar: PEDs, emergentes, etc.), continuariam sendo válidas as assimetrias tão características da época da globalização, particularmente a participação marginal nas carteiras globais e a submissão a fatores externos determinantes das condições de acesso ao mercado financeiro internacional.

Diante disso, a ascensão de *speculative* para *investment grade* teria sim importância, quanto ao grau e às condições desse acesso, mas nem de longe superaria as diferenças estruturais e históricas que nos separam dos países desenvolvidos. Diferenças que, diga-se de passagem, mostram de maneira mais explícita os seus efeitos justamente nos momentos de aumento na aversão ao risco e/ou eventos macroeconômicos desfavoráveis ao *search for yield*, nas economias centrais. Assim, os ciclos internacionais de liquidez continuariam provocando as suas venturas e desventuras – como, aliás, não deixa de acontecer em economias já contempladas com o grau de investimento mas que não deixaram por isso de ser periféricas.

Todas essas observações não significam, obviamente, que a passagem para esse seleto grupo não traga benefícios – nem, muito menos, que não tenha nenhum impacto sobre as condições de financiamento domésticas. Na análise destas, na segunda parte da pesquisa, pretende-se avançar nessa direção, inclusive com um acompanhamento mais de perto tanto das contas externas quanto da situação financeira interna de dois dos países em desenvolvimento que sofreram recentemente esse tão esperado *upgrade*: México e Rússia (além do Chile, *investment grade* desde que as primeiras notas foram dadas para sua dívida externa em moeda estrangeira⁵³).

O outro lado das observações mais precavidas quanto às perspectivas futuras diz respeito às possibilidades de o Brasil de fato chegar ao patamar desejado – o que levanta a questão dos critérios utilizados na formulação dessas classificações de risco.

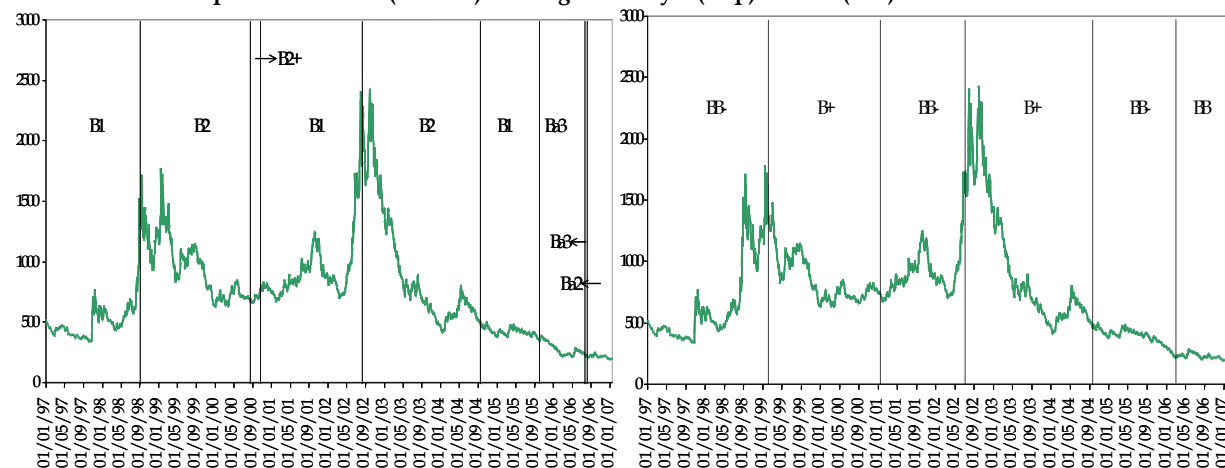
Uma primeira característica mais geral é o fato de que, para os emergentes como um todo, parece haver uma íntima (e até certo ponto óbvia) relação entre a fase do ciclo e as perspectivas de *rating*: com a melhora no ambiente externo, melhoram as condições de

⁵³ A saber, BBB pela S&P em 07/12/0992; BBB+ pela Fitch em 10/11/1994; e Baa1 pela Moody's em 25/05/1999.

financiamento, os prêmios de risco (o EMBI e o EMBI+ são, como visto, boas *proxies* do ciclo de liquidez), e tendem a melhorar também os parâmetros observados mais de perto pelas agências. Na Tabela 1, a listagem das mudanças na classificação de risco da dívida brasileira guarda profunda relação com o ciclo e com os indicadores de solvência e liquidez vistos anteriormente. Todos os *upgrades*, não importando a agência de classificação, se localizam em anos favoráveis da liquidez internacional: de 1994 a 1997; e posteriormente de 2003 a 2006. Em fevereiro, maio, agosto e outubro de 2000 e em janeiro do ano seguinte também se verificam elevações nas notas, em mais um sinal da efêmera recuperação logo revertida em 2001. Na direção contrária, os *downgrades* se localizam todos na fase descendente do primeiro ciclo, principalmente nos seus dois anos mais difíceis: 1999 e 2002.⁵⁴

Um último detalhe, relativo à velocidade das agências em reavaliar o cenário, também chama a atenção: tomando a relação entre as notas da Moody's e da S&P e o risco-Brasil medido pelo EMBI+ (Gráfico 35), nota-se um comportamento assimétrico, de rapidez na piora das notas quando o risco sobe; e lentidão na melhora diante da expressiva queda verificada desde o início de 2003.⁵⁵ Ou seja, além de correrem atrás da avaliação instantânea dos investidores, as agências parecem fazê-lo com menor entusiasmo quando a reavaliação seria para melhor.

Gráfico 35: Brasil: prêmio de risco (EMBI+) e ratings: Moody's (esq.) e S&P (dir.)



Fonte: JP Morgan; agências; Bloomberg. Elaboração própria.

⁵⁴ No anexo IV, Tabela 1, estão descritas todas as notas atribuídas pelas três agências também para México, Turquia e Rússia – e por elas é possível também perceber tal vinculação com o ciclo. Outra evidência, ainda que incompleta, é fornecida em uma análise da conjuntura favorável (Gómez, 2006): a relação *upgrades/downgrades* para o conjunto dos emergentes descreve uma trajetória bastante coerente com o quadro aqui descrito: de aproximadamente 2/1 em 2000, cai para 1/1 em 2001 e 1,6/1 em 2002, para depois subir ininterruptamente: 2/1 em 2003; 3/1 em 2004 e 4/1 em 2005.

⁵⁵ Apresentadas no Anexo IV, as mesmas figuras para os casos de México e Rússia não demonstram tal assimetria, que no entanto aparece também para a Turquia.

Seja como for, a conclusão inescapável é a de que a continuidade das elevações de *rating* até o grau de investimento dependeria da manutenção do estado de coisas que levaram à melhora nos indicadores de endividamento, solvência e liquidez (e assim, a essa baixa do prêmio de risco aos seus mínimos históricos): boas condições financeiras internacionais aliadas a superávits em conta corrente favorecendo o desendividamento; acúmulo de reservas; desempenho muito favorável das exportações. E, quanto a tudo isso, os sinais são em geral positivos, mas não isentos de riscos importantes.

O cenário mais provável é então otimista, de prosseguimento na melhora dos indicadores e continuidade da elevação dos *ratings*, ainda que mais lenta – e não apenas por conta da resistência das agências identificada no Gráfico 35, mas também por outros critérios levados em conta, explícita ou implicitamente, por essas instituições (vide as declarações a respeito de temas como crescimento do PIB, necessidade de maior aperto fiscal, tamanho e estrutura da dívida pública, emitidas por seus representantes como possíveis barreiras ao *investment grade*).

Mas, voltemos aos riscos. O mais importante deles se refere ao ciclo internacional, nos seus aspectos puramente financeiros. Foram apontados no final da seção II.3 os problemas que (a despeito da baixa aversão ao risco verificada) há muito preocupam os analistas das finanças internacionais e que podem reverter o cenário benigno atual: os desequilíbrios globais possivelmente ameaçadores do papel ocupado pelo dólar enquanto moeda-chave do sistema; a questão das taxas de juros nos Estados Unidos (tanto o comportamento futuro das taxas curtas, que já subiram bastante, quanto a continuidade ou não do *conundrum* que mantém as taxas longas em baixos patamares); o próprio comportamento da inflação estadunidense, assim como o da sua economia como um todo, em meio ao desinflar da bolha imobiliária. A esse quadro podem ser acrescentadas a tendência de aperto na política monetária européia e, possivelmente, também japonesa (o que pode desmontar o *yen carry trade*, fundamental para a continuidade da fase de alta do ciclo).

Especificamente no caso brasileiro, a eventual reversão do ciclo de liquidez (principalmente se provocada ou acompanhada por uma elevação muito forte na aversão ao risco) pode provocar perturbações muito maiores do que as sugeridas pela situação atual de robustez externa. Como visto, a participação brasileira no ciclo mais recente é em grande parte conduzida pela assunção de formas tradicionalmente mais voláteis de passivo externo, via investimento de carteira, principalmente por meio das ações negociadas no país e dos títulos de

renda fixa também aqui transacionados. Os indicadores de solvência e liquidez que levam em conta tal realidade já mostram uma situação menos positiva.

Mas, como discutido, as virtudes do período atual também passam, necessariamente, pelas condições que vigoram no lado real da economia internacional: um ciclo de alto dinamismo comercial e forte elevação de preços (principalmente de *commodities* inclusive petróleo), sem o qual não se compreende a disseminação dos superávits em transações corrente na grande maioria dos PEDs. No aspecto que interessa mais de perto aqui – a continuidade da melhora nos indicadores brasileiros de solvência e liquidez – é difícil exagerar a importância destes aspectos, já que o grande saldo em conta corrente (que ajuda a sustentar a redução do passivo externo) depende do dinamismo das exportações que, por sua vez, também entram diretamente no cálculo de solvência a longo prazo. E que, no caso brasileiro, têm sua pauta composta tanto por *commodities* (dependentes do ciclo de preço) como por produtos manufaturados (que sofrem mais a influência de outros fatores como a taxa de câmbio).

Em relação a esta última, nem é preciso antecipar aqui todos os sinais preocupantes (e seus determinantes) que são detalhados no subprojeto III. Já em relação ao ciclo de preços e ao próprio dinamismo do comércio internacional, parece claro que sua extensão no tempo depende criticamente do comportamento dos dois motores da engrenagem comercial em operação atualmente (Estados Unidos e China), além de se relacionar indiretamente com as condições financeiras globais, dada a influência que o ambiente de farta liquidez também exerce sobre os preços de *commodities*.⁵⁶

Assim, os principais resultados aqui obtidos – as características quantitativas e qualitativas da inserção brasileira na globalização financeira; o formato geral e as peculiaridades mais recentes dos ciclos de liquidez para PEDs; a intensidade e as novidades (positivas e negativas) da participação do Brasil nestes ciclos; as perspectivas e ameaças que pairam sobre as finanças internacionais – ajudam a acrescentar alguma cautela ao otimismo predominante em relação ao futuro deste que tem sido, ao longo da história, um dos condicionantes mais críticos ao desenvolvimento do país. Ajudarão também, certamente, a refletir sobre os seus desdobramentos financeiros internos, no prosseguimento do trabalho.

⁵⁶ Sobre esses aspectos ver Biancareli (2006).

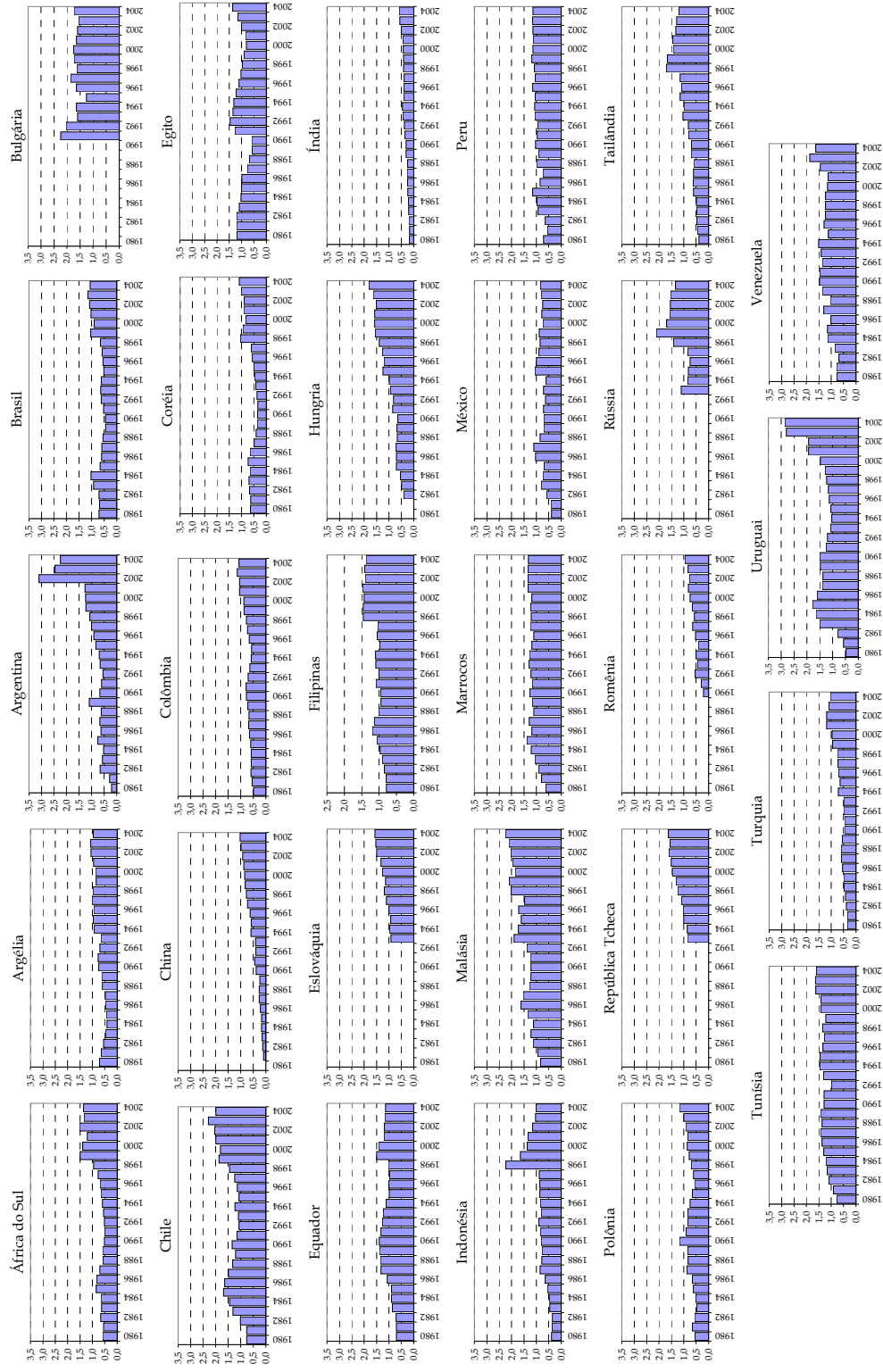
Bibliografia

- Amado, A. & Resende, M. (2005) *Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina. Anais do X Encontro Nacional de Economia Política.*
- Biancareli, A. M. (2006). Países emergentes e ciclos internacionais. In: Carneiro, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula.* São Paulo: Ed. Unesp.
- Calvo, G.; Leiderman, L. & Reinhart, C. (1993). Capital flows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *IMF Staff Papers* 40 (1).
- Carneiro, R. (2002) *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX.* São Paulo: Ed. Unesp.
- Carneiro, R. (2006). Globalização e inconvertibilidade monetária. *Texto para discussão* 120. Campinas: IE-Unicamp.
- Chinn, M. & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of development Economics* 81 (1), pp. 163-192.
- Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2003). An essay on the revived Bretton Woods System. *NBER working papers* 9971. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2004). The Revived Bretton Woods System: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries. *NBER working papers* 10332. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Edison, H. J.; Levine, R.; Ricci, L.; & Sløk, T. (2002). International financial integrations and economic growth. *Journal of International Money and Finance* 21 (6), pp. 749-776.
- Edwards, S. (2005). Capital controls, sudden stops, and current account reversals. *NBER working papers* 1170. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B. (1996). *A globalização do capital: história do sistema monetário internacional.* São Paulo: Ed. 34.
- Eichengreen, B. (2001). Capital account liberalization: what do cross-country studies tell us? *World Bank Economic Review* 15 (3), pp. 341-365.
- El-Erian, M. (1992). Restoration of access to voluntary capital Markets – the recent latin american experience. *IMF Staff Papers* 39 (1).
- Farhi, M. & Prates, D. M. (2004) Economias emergentes e ciclos de liquidez. *Anais do IV Colóquio Latino-americano de Economistas Políticos.*
- Fischer, S. (1998). Capital-account liberalization and the role of IMF. *Essays in International Finance* 207. Princeton: Princeton University Press.
- Gomez, M. (2006). It's the Economy, Stupid... *Emerging Markets Watch March.* New York: PIMCO.
- Helleiner, E. (1994). *States and the Reemergence of Global Finance, from Bretton Woods to the 1990's.* Ithaca and London: Cornell University Press.
- Kose, M. A.; Prasad, E.; Rogoff, K & Wei, S. (2006). Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Paper* 06/089.

- Lane, P. R. & Milesi-Ferretti, G. M. (2001). The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries. *Journal of International Economics* 55, pp. 263-294.
- Lane, P. R. & Milesi-Ferretti, G. M. (2006). The external wealth of nations: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004. *IMF Working Paper* 06/069.
- Lucas, R. E. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *American Economic Review* 80 (May), pp. 92-96.
- Macedo e Silva, A. C. (2006). A montanha em movimento: uma notícia sobre as transformações recentes da economia global. In: Carneiro, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp.
- Medeiros, C. (1997). Globalização e inserção diferenciada da Ásia e da América Latina. In: Tavares, M. C.; Fiori, J. L. (org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes.
- Obstfeld, M. & Taylor, A. M. (2004). *Global capital markets: integration, crisis, and growth*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Ocampo (2001). International asymmetries and the design of the international financial system. *Series temas de coyuntura* 15. Santiago: Cepal.
- Palma, G. (2004). Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina. In: Fiori, J. L. (org.). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes.
- Plihon, D. (1995) A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade* 5 (2).
- Prates, D. M. (2002). *Crises financeiras dos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa*. Campinas: IE-Unicamp, tese de doutoramento.
- Prates, D. M. (2006). A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. In: Carneiro, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp.
- Quinn, D. (1997). The correlates of change in international financial regulation. *American Political Science Review* 91 (3), pp. 531-551.
- Pinheiro, F.; Rocha, K. & Siqueira, R. (2006). A vulnerabilidade dos emergentes e os choques externos. *Nota técnica, Boletim de Conjuntura* 75. Rio de Janeiro: IPEA.
- Rocha, K.; Siqueira, R.; Pinheiro, F.; & Carvalho, L. (2006). *Spreads soberanos: liquidez, endividamento ou governança?*. *Texto para discussão* 1205. Rio de Janeiro: IPEA.
- Serrano, F. (2002). Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade* 11 (2), pp. 237-253.
- Stiglitz, J. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development* 28 (6), pp. 1075-1086.
- Stiglitz, J. (2002). *A globalização e seus malefícios*. São Paulo: Futura
- Rodrik, D. (1998). Who needs capital-account convertibility? *Essays in International Finance* 207. Princeton: Princeton University Press.

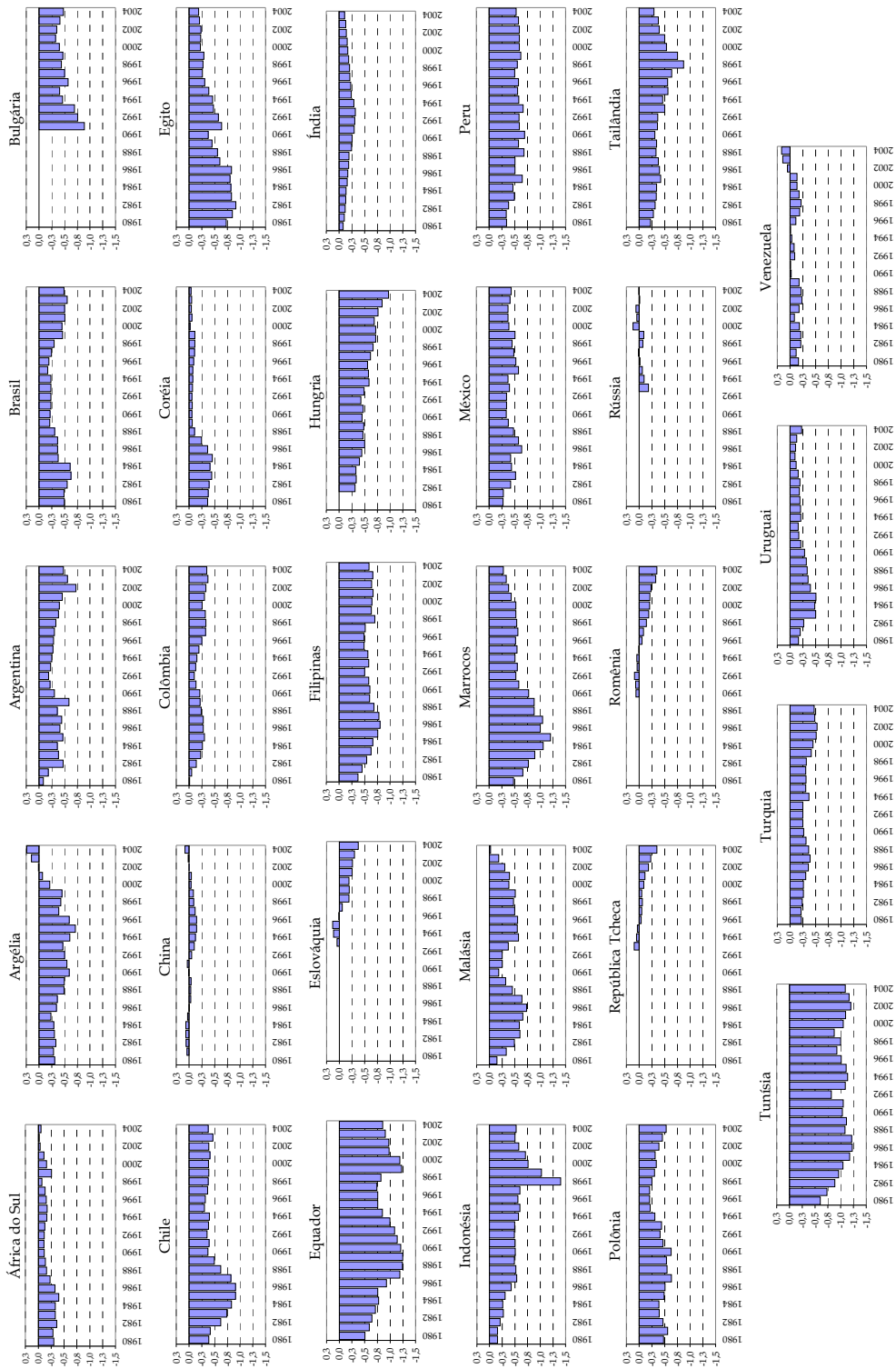
Anexo I

Gráfico 1: Integração financeira, por país, evolução 1980-2004



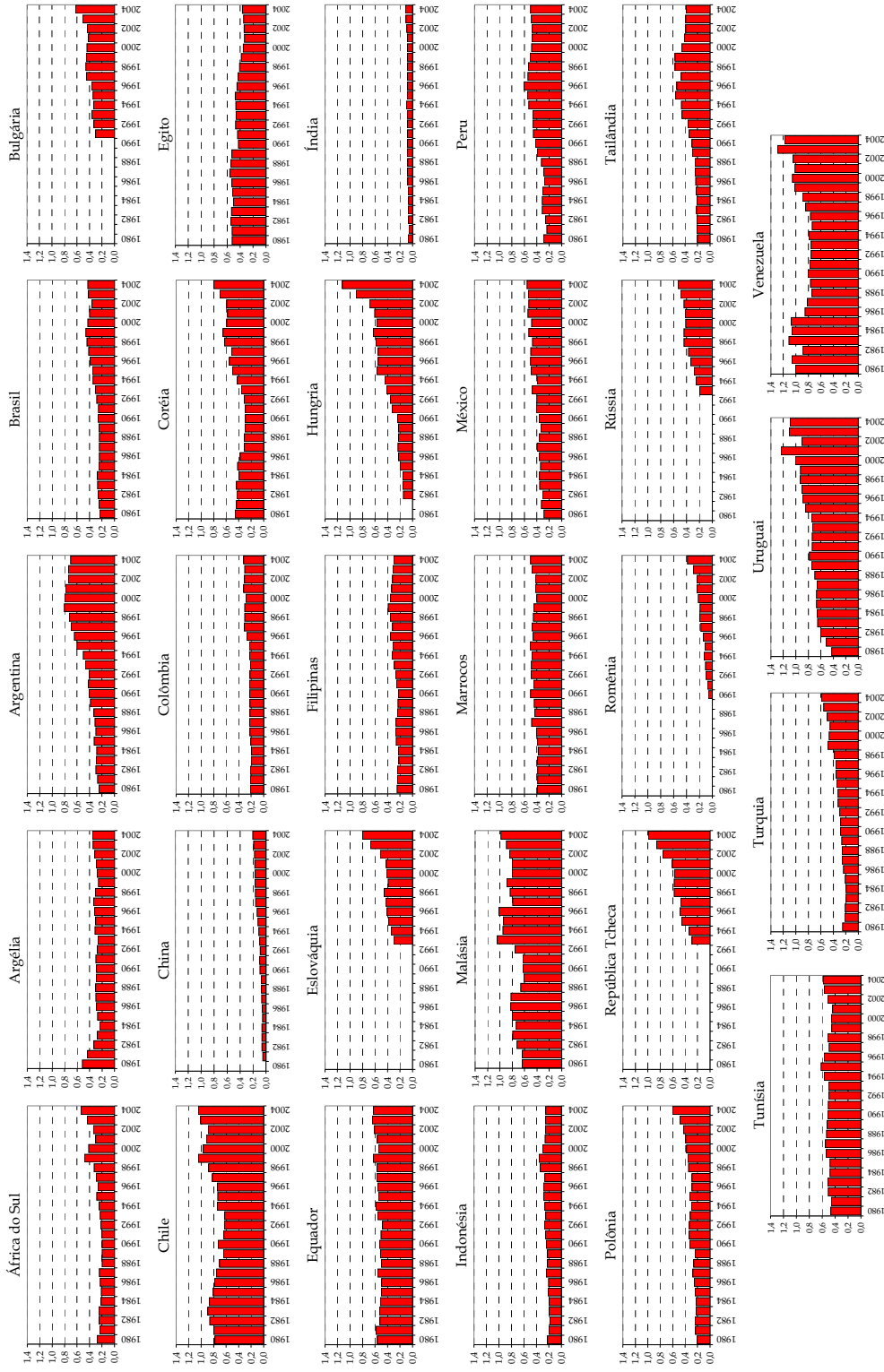
Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

Gráfico 2: Posição externa líquida/PIB, por país, evolução 1980-2004



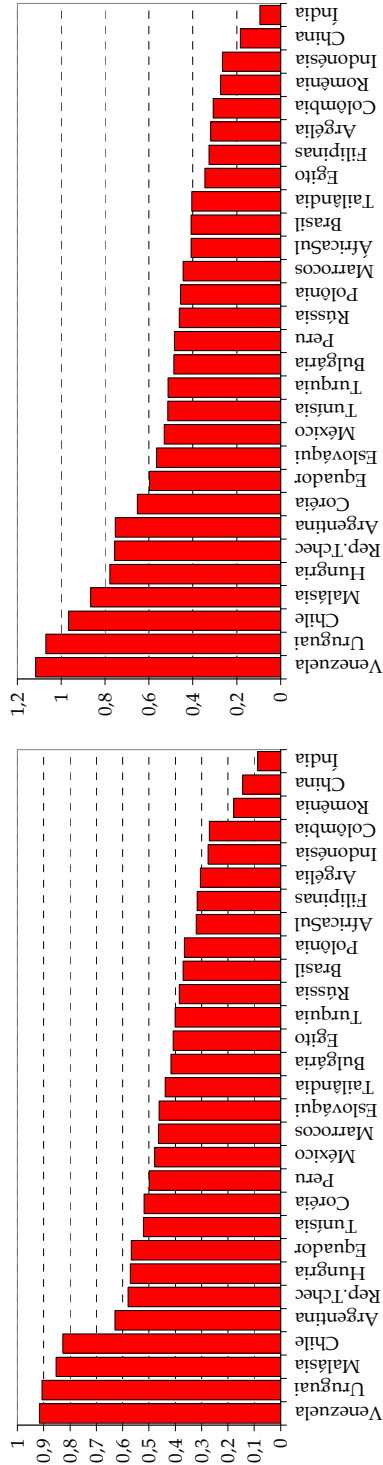
Fonte: Lane & Milesi-Ferretti (2006). Elaboração própria.

Gráfico 3: Integração financeira, por país (PIB em US\$ PPP), evolução 1980-2004



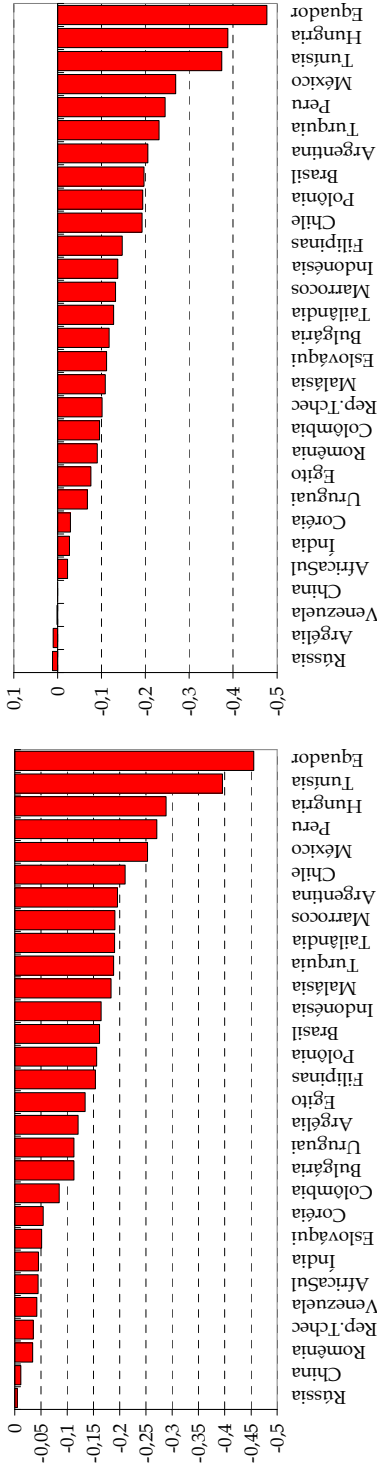
Fonte: Lane & Milesi-Ferretti (2006); FMI, *World Economic Outlook database*, setembro 2006. Elaboração própria.

Gráfico 4: Integração financeira (PIB em US\$ PPP), médias por país (1990-2004) e (2000-2004)



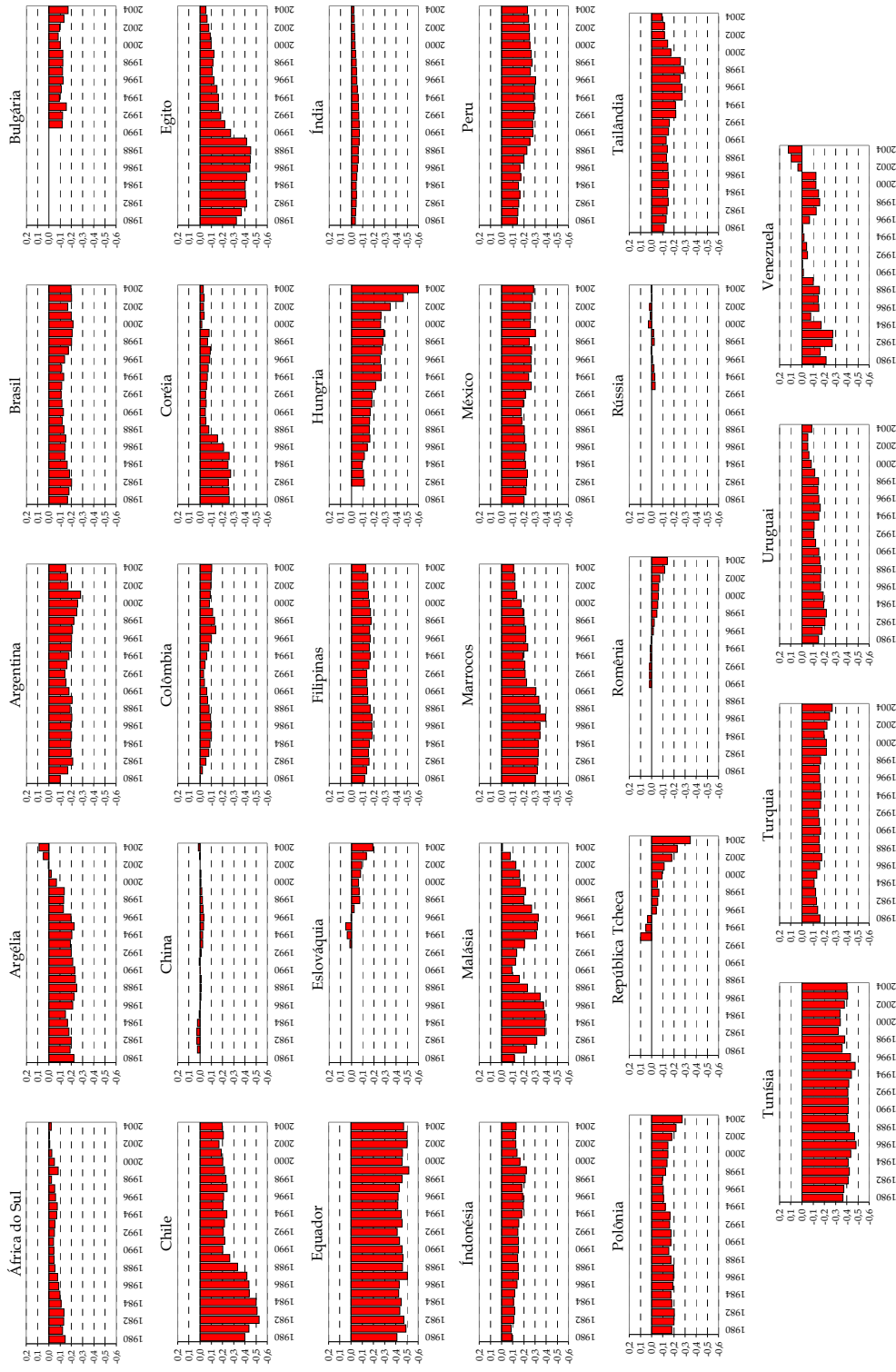
Fonte: Lane & Milesi-Ferretti (2006); FMI, *World Economic Outlook* database, setembro 2006. Elaboração própria.

Gráfico 5: Posição externa líquida/PIB (PIB em US\$ PPP), médias por país (1990-2004) e (2000-2004)



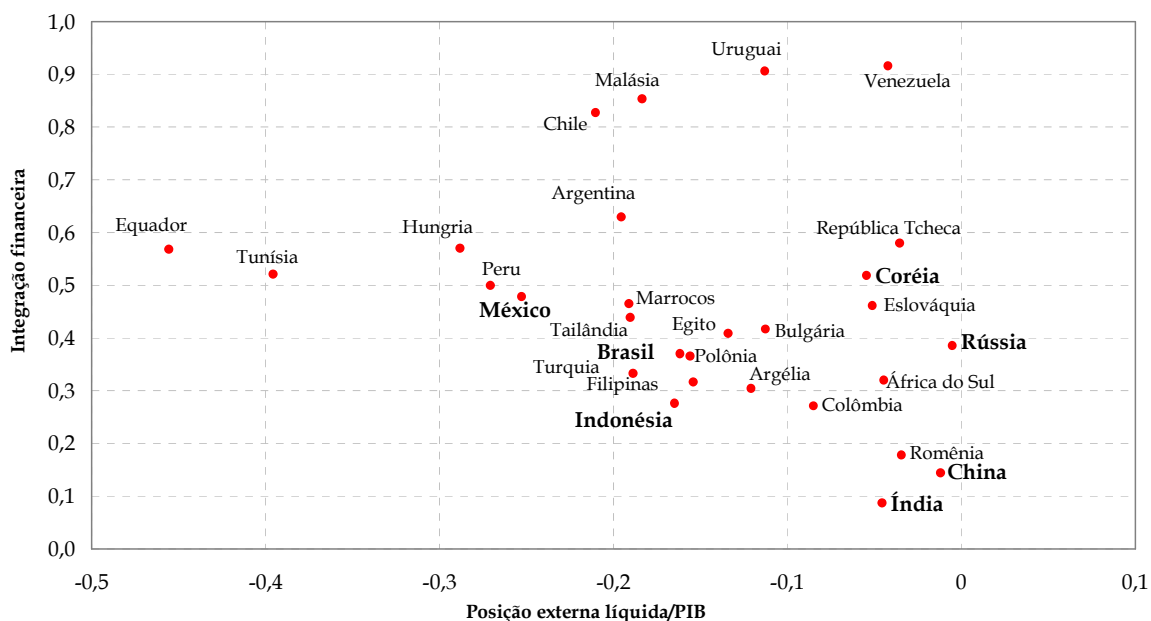
Fonte: Lane & Milesi-Ferretti (2006); FMI, *World Economic Outlook* database, setembro 2006. Elaboração própria.

Gráfico 6: Posição externa líquida/PIB (PIB em US\$ PPP), por país, evolução 1980-2004



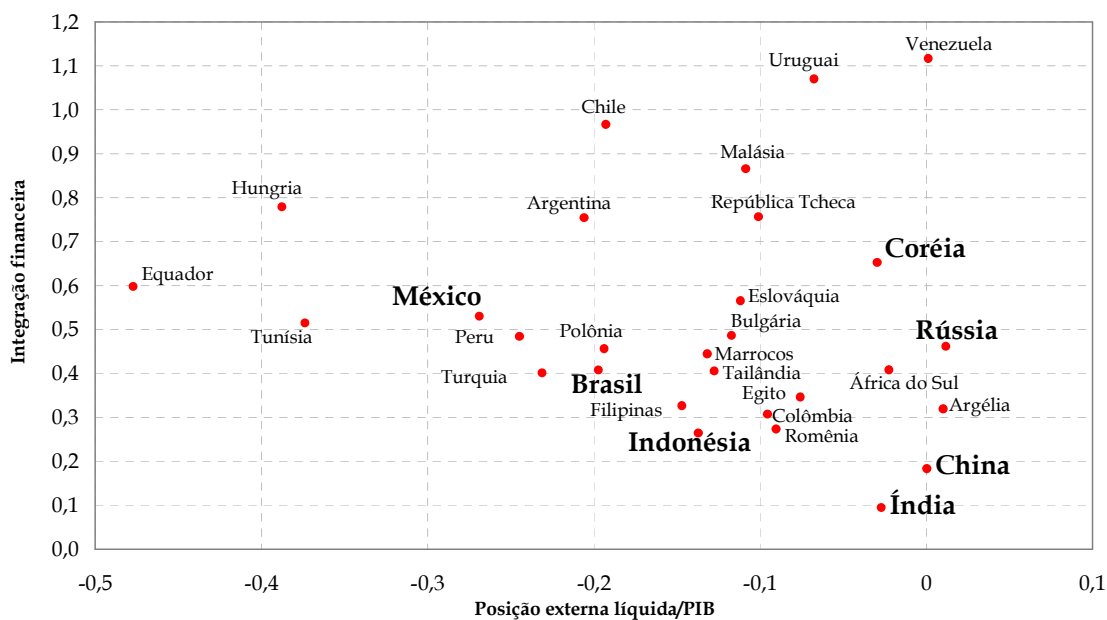
Fonte: Lane & Milesi-Ferretti (2006); FMI, *World Economic Outlook* database, setembro 2006. Elaboração própria.

Gráfico 7: Integração financeira X Posição externa líquida (média 1990-2004), PIB em US\$ PPP



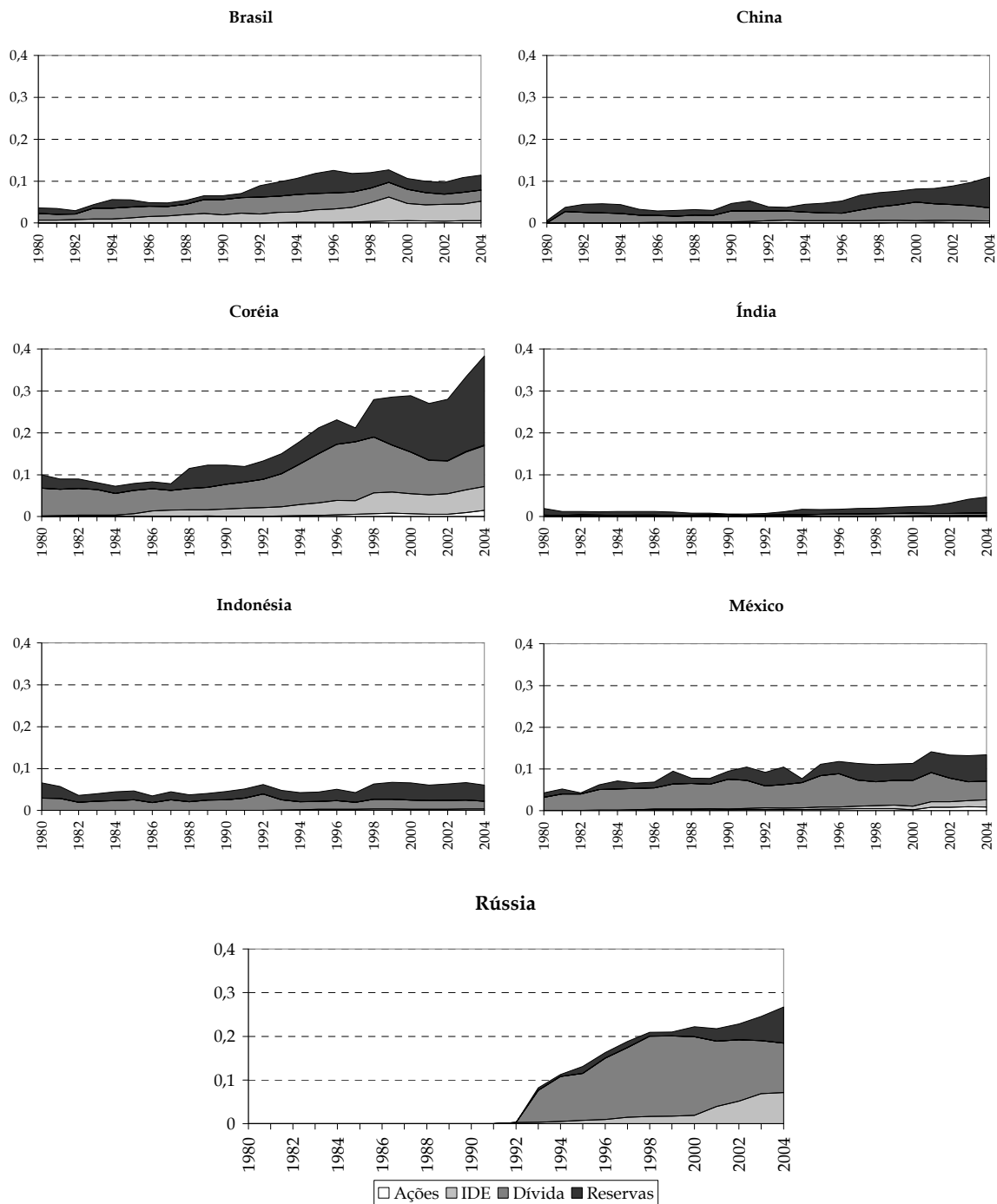
Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006); FMI, *World Economic Outlook* database, setembro 2006. Elaboração própria.

Gráfico 8: Integração financeira X Posição externa líquida (média 2000-2004), PIB em US\$ PPP



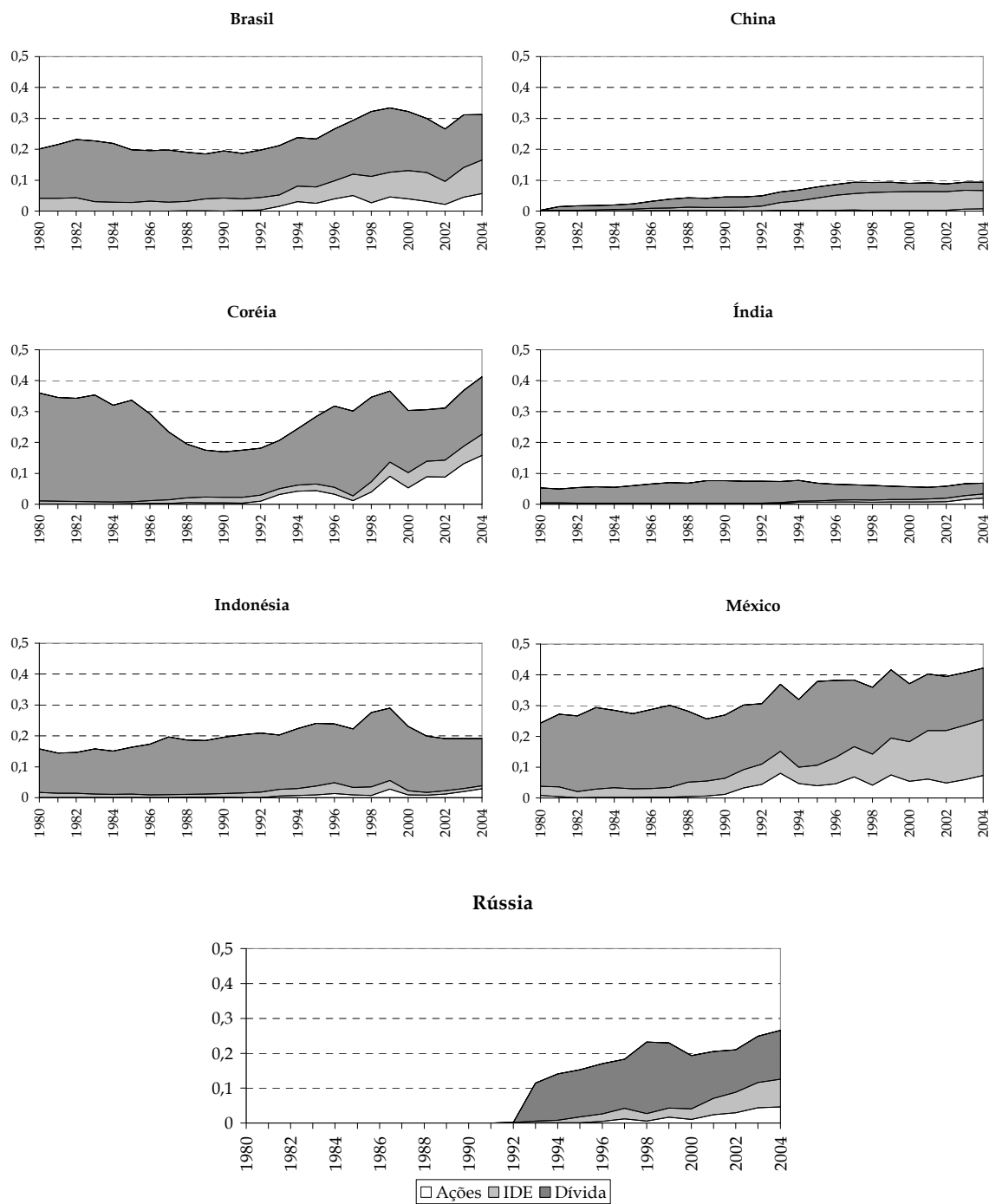
Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006); FMI, *World Economic Outlook* database, setembro 2006. Elaboração própria.

Gráfico 9: Ativos externos/PIB, 7 maiores emergentes, PIB em US\$ PPP, 1980-2004



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006); FMI, *World Economic Outlook* database, setembro 2006. Elaboração própria.

Gráfico 10: Passivo externos/PIB, 7 maiores emergentes, PIB em US\$ PPP, 1980-2004



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

Anexo II

Tabela 1: Financiamento externo para economias emergentes, US\$ bilhões

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*	2007*
Saldo em Conta Corrente (a)	-82,5	-94,7	-71,1	-9,5	26,1	42,0	25,2	76,5	117,0	150,2	257,8	317,0	281,5
Financiamento Externo, líquido													
Fluxos Privados (b=c+f)	233,9	324,5	283,9	136,6	161,6	194,5	132,0	125,0	228,8	348,8	509,3	501,8	468,7
Investimento em participações (c=d+e)	105,5	125,8	140,0	132,8	165,6	154,1	148,8	117,6	134,7	195,1	254,5	255,0	274,5
Investimento direto (d)	75,5	92,7	118,0	122,5	153,0	139,3	140,4	116,5	97,6	156,0	198,7	185,3	211,0
Investimento em carteira (e)	30,0	33,1	22,0	10,3	12,6	14,8	8,4	1,1	37,1	39,1	55,8	69,7	63,5
Dívida junto a credores privados (f=g+h)	128,4	198,7	144,0	3,8	-4,0	40,4	-16,8	7,4	94,0	153,7	254,7	246,7	194,2
Bancos comerciais (g)	95,4	118,0	59,5	-60,0	-45,5	-0,9	-23,7	-8,3	26,9	60,8	141,8	143,3	101,3
Não-bancos (h)	33,0	80,7	84,5	63,8	41,5	41,3	6,9	15,7	67,2	92,9	112,9	103,4	93,0
Fluxos Oficiais (i=j+l)	39,3	4,7	46,5	54,4	12,1	-1,0	10,1	-6,4	-20,1	-17,2	-58,5	-48,2	-1,9
IFIs (j)	18,7	7,0	30,9	38,3	3,0	2,7	22,8	6,9	-6,4	-15,0	-40,4	-25,7	-3,2
Créditos bilaterais (l)	20,6	-2,3	15,6	16,1	9,1	-3,7	-12,7	-13,3	-13,8	-2,3	-18,1	-22,5	1,3
Empréstimos de residentes e outros, líquido (m)	-93,7	-147,8	-217,4	-133,3	-144,5	-166,0	-80,9	-43,4	-57,7	-83,5	-268,8	-234,5	-242,8
Varição de reservas =-(a+b+i+m), -=aumento	-97,0	-86,7	-41,9	-48,0	-55,3	-69,6	-86,4	-151,6	-267,9	-398,2	-439,8	-536,0	-505,6

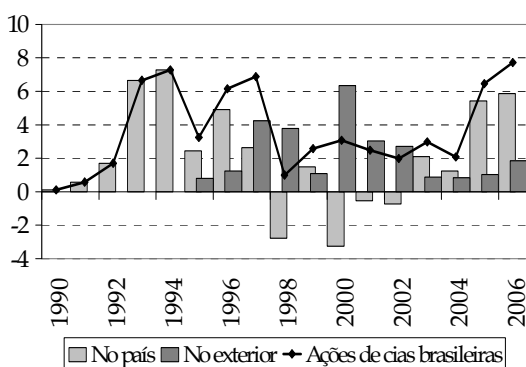
Fonte: IIF, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, vários números (último divulgado em 18/01/2006). Elaboração própria.
* estimativas preliminares e previsões de janeiro/2007.

Anexo III

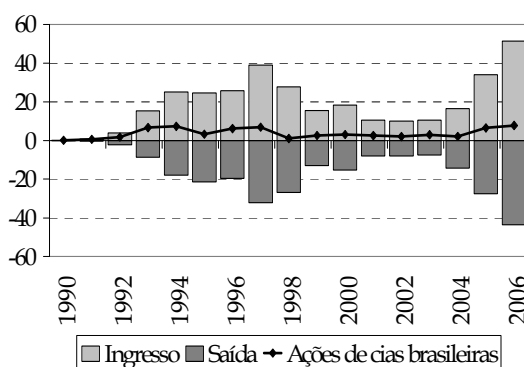
Gráficos de séries selecionadas, da conta financeira do BP brasileiro 1990-2006.

- Todos os gráficos se referem apenas a operações de investidores estrangeiros (não estão representados os recursos de residentes);
- Escolheu-se as duas rubricas da sub-conta Investimento de Carteira: **Ações** (gráficos 1 a 4) e **Títulos** (Gráficos 5 a 15); e também a mais relevante da sub-conta Outros Investimentos: **Empréstimos e financiamentos** (Gráficos 16 a 22)
- Em relação aos empréstimos e financiamentos, a análise se concentra apenas naqueles destinados aos “demais setores”, não incluindo portanto aqueles contraídos pela “autoridade monetária” (que são, em essência, as operações de regularização com organismos como o FMI)
- Apresenta-se todas as subdivisões possíveis: local de negociação (para ações e títulos); prazos e tipos de contratos (para títulos e empréstimos/financiamentos); agente prestador (para empréstimos/financiamentos); e fluxos de entrada e saída (o que só não é possível para empréstimos/financiamentos de curto prazo)
- Todas as informações foram extraídas das séries especiais (anuais) do BP publicadas pelo Banco Central do Brasil.

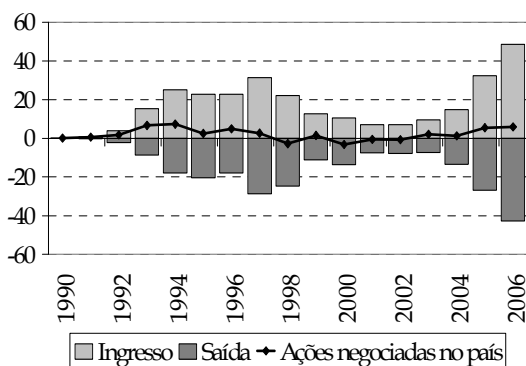
1) Ações: no país e no exterior (líq.)



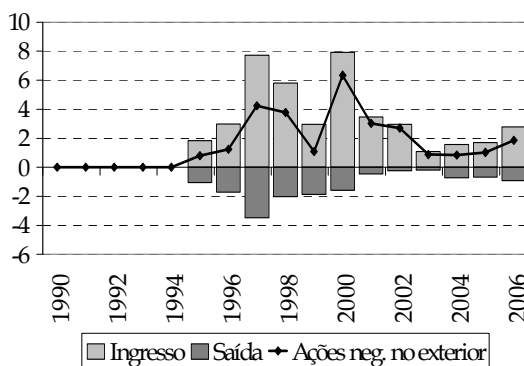
2) Ações: entrada e saída



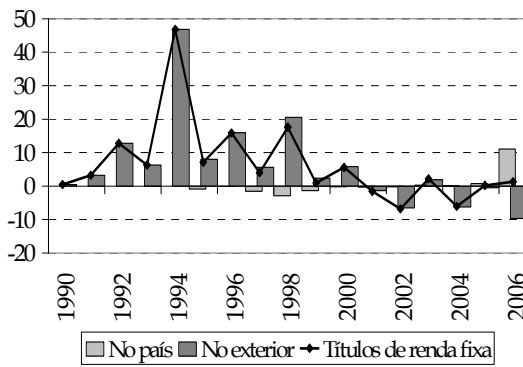
3) Ações no país: entrada e saída



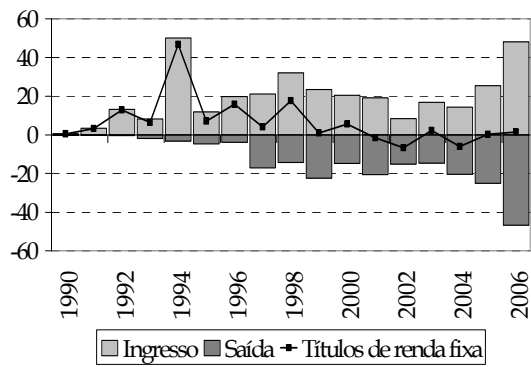
4) Ações no exterior: entrada e saída



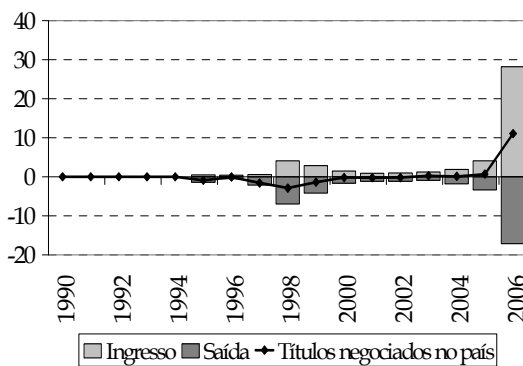
5) Títulos: no país e no exterior (líq.)



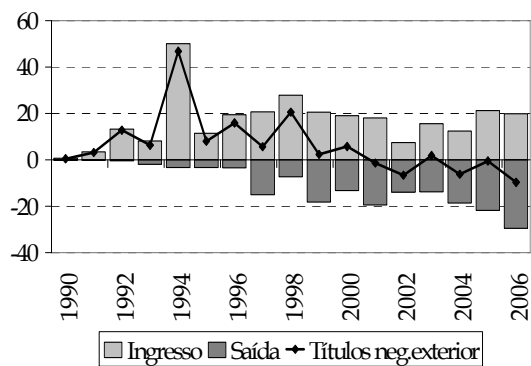
6) Títulos: entrada e saída



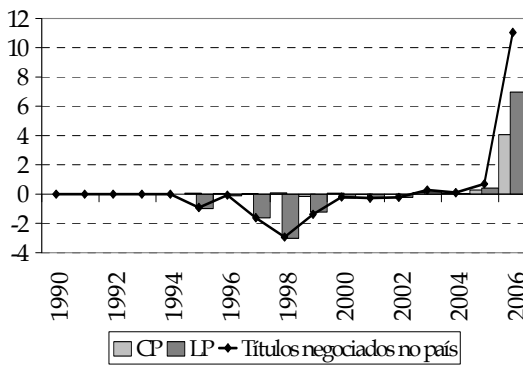
7) Títulos no país: entrada e saída



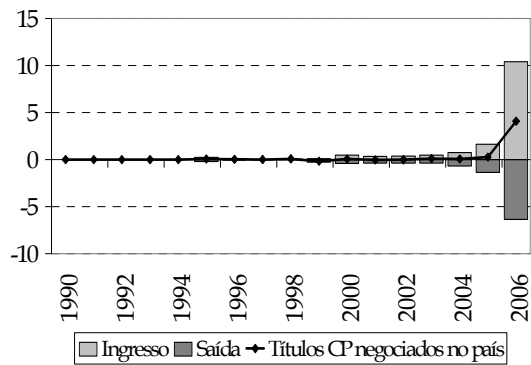
8) Títulos no exterior: entrada e saída



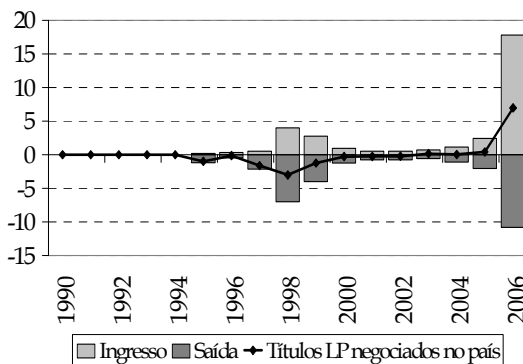
9) Títulos no país: CP e LP (líq.)



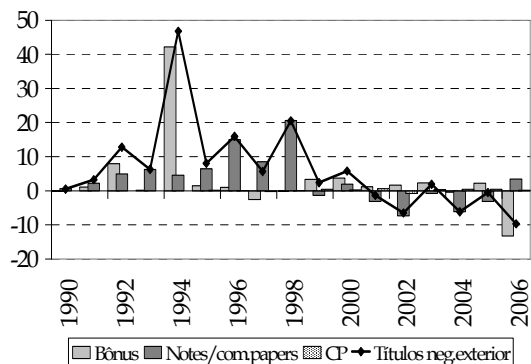
10) Títulos CP no país: entrada e saída



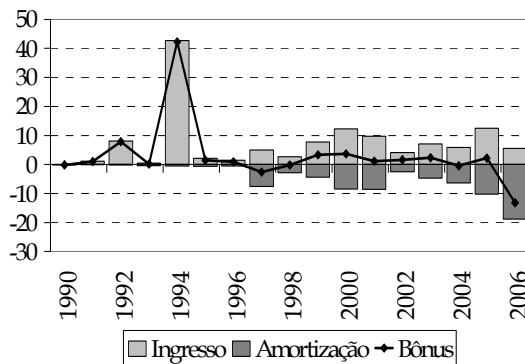
11) Títulos LP no país: entrada e saída



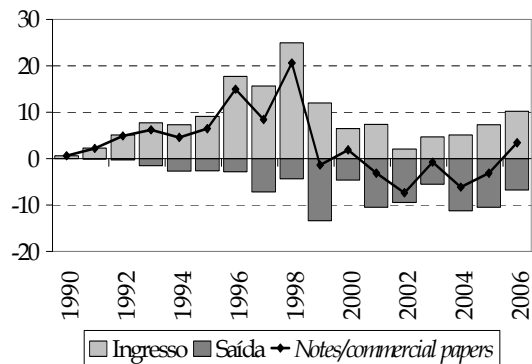
12) Títulos no exterior: tipos (líq.)



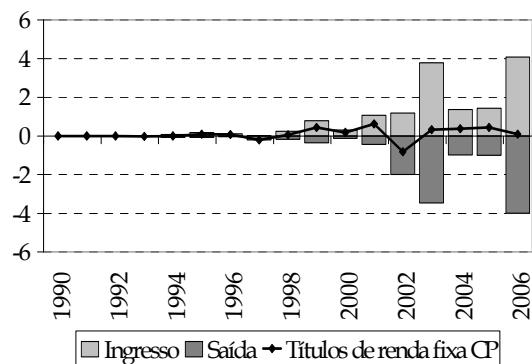
13) Títulos (bônus) no ext.: entr/saída



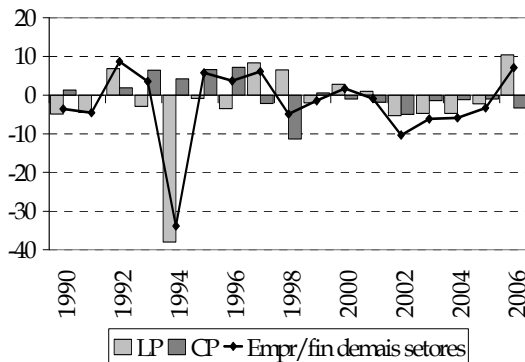
14) Títulos (notes/commpaper) no ext.: entr/saída



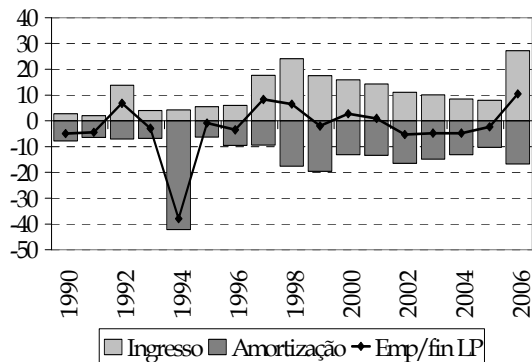
15) Títulos (CP) no ext.: entrada e saída



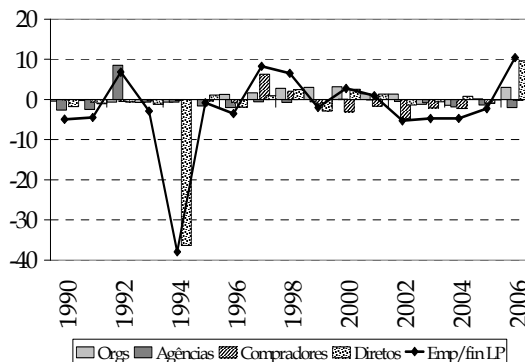
16) Emp/fin*: CP e LP (líq.)



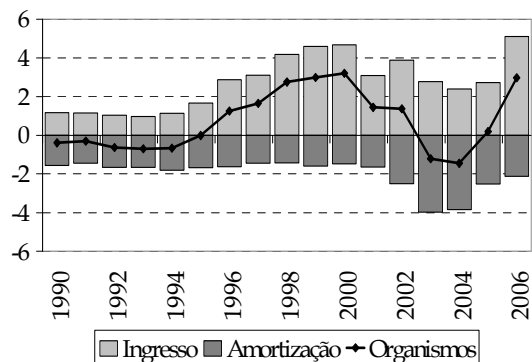
17) Emp/fin* LP: entrada e saída



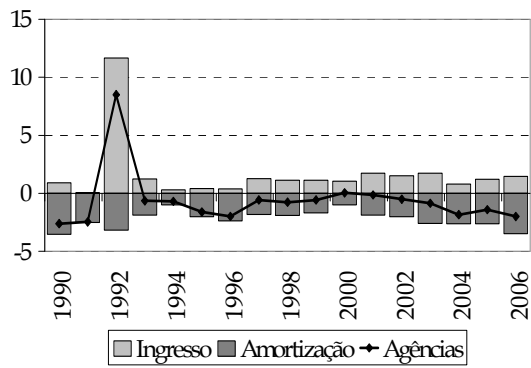
18) Emp/fin* LP: tipos (líq.)



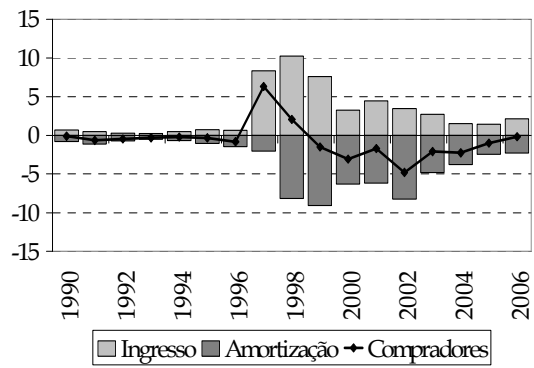
19) Emp/fin* LP (organismos): entrada e saída



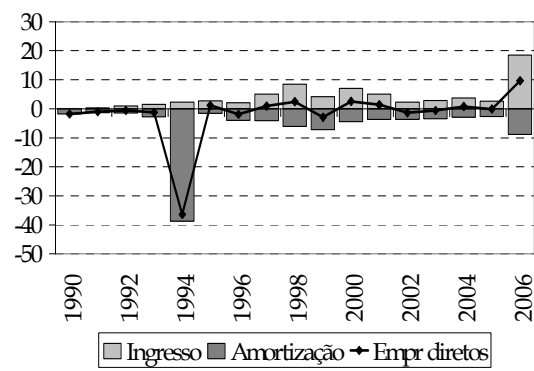
20) Emp/fin* LP (agências): entrada e saída



21) Emp/fin* LP (compradores): entrada e saída



22) Emp/fin* LP (diretos): entrada e saída



Anexo IV

Tabela 1: Ratings para a dívida soberana de longo prazo, em moeda estrangeira

Chile				Turquia			
S&P classif.	Fitch classif.	Moody's classif.	data	S&P classif.	Fitch classif.	Moody's classif.	data
A	14/1/2004 A	28/3/2005 A2	7/7/2006	BB-	17/8/2004 BB-	Ba3	13/1/2005
A-	11/7/1995 A-	30/8/1995 Baa1+	21/3/2006	B+	16/10/2003 B+	B1	9/2/2004
BBB+	20/12/1993 BBB+	10/11/1994 Baa1	25/5/1999	B	28/7/2003 B	B1+	25/9/2003
BBB	7/12/1992			B-	27/4/2001 B-	B1	25/3/2003
				B- (-)	16/4/2001 B	Ba3-	2/8/2001
				B (-)	23/2/2001 B+ (-)	Ba3	2/4/2001
				B+ (-)	21/2/2001 BB- (-)	Ba1-	22/2/2001
				B+	25/4/2000 BB-	Ba1	27/4/2000
				B	13/12/1996 B+ (+)	Baa3-	10/4/2000
				B+	28/4/1994 B+	Baa3	20/12/1996
				BB-	26/9/1995		26/9/1995
				B	10/8/1994		10/8/1994

México				Rússia			
S&P classif.	Fitch classif.	Moody's classif.	data	S&P classif.	Fitch classif.	Moody's classif.	data
BBB	31/1/2005 BBB	7/12/2005 Baa1	6/1/2005	BBB+	4/9/2006 BBB+	Baa2	25/7/2006
BB-	7/2/2002 BBB-	15/1/2002 Baa2	6/2/2002	BBB	15/12/2005 BBB	Baa3+	3/8/2005
BB+	13/3/2000 BB+	3/5/2000 Baa3	7/3/2000	BBB-	31/1/2005 BBB-	Baa3	18/11/2004
BB	10/2/1995 BB	11/4/2000 Baa1+	2/2/2000	BB+	27/1/2004 BB+	Baa2+	13/5/2003
BB+	29/7/1992 BB (+)	30/8/1995 Baa1	10/8/1999	BB	5/12/2002 BB-	Ba2	2/5/2002
				BB-	26/7/2002 B+	Ba3+	4/10/2001
				B+	19/12/2001 B	Ba3	29/8/2000
				B	28/6/2001 B- (+)	B2	8/5/2000
				B-	8/12/2000 CCC (+)	B3+	14/2/2000
				SD	27/1/1999 CCC	B3	26/8/1998
				CCC-	16/9/1998 B-	B2	17/8/1998
				CCC	17/8/1998 BB-	B1	30/7/1998
				B-	13/8/1998 BB	Ba3	5/6/1998
				B+	9/6/1998 BB+	Ba2	7/10/1996
				BB-	7/10/1996		7/10/1996

Fonte: Agências; Bloomberg. Elaboração própria.

Gráfico 1: Turquia: prêmio de risco (EMBI+) e ratings (Moody's)

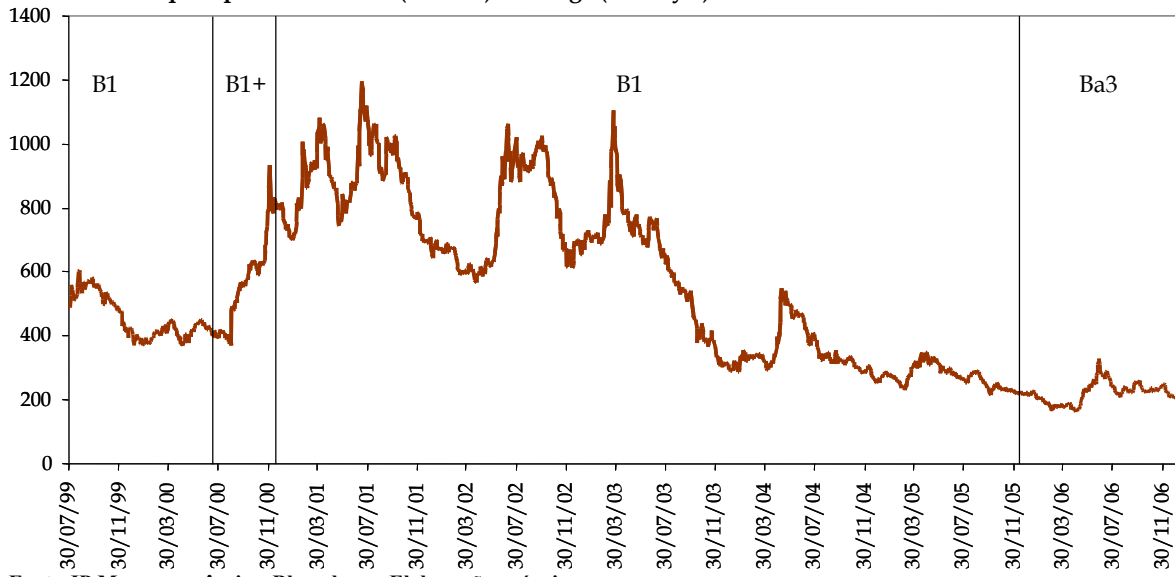


Gráfico 2: Turquia: prêmio de risco (EMBI+) e ratings (S&P)

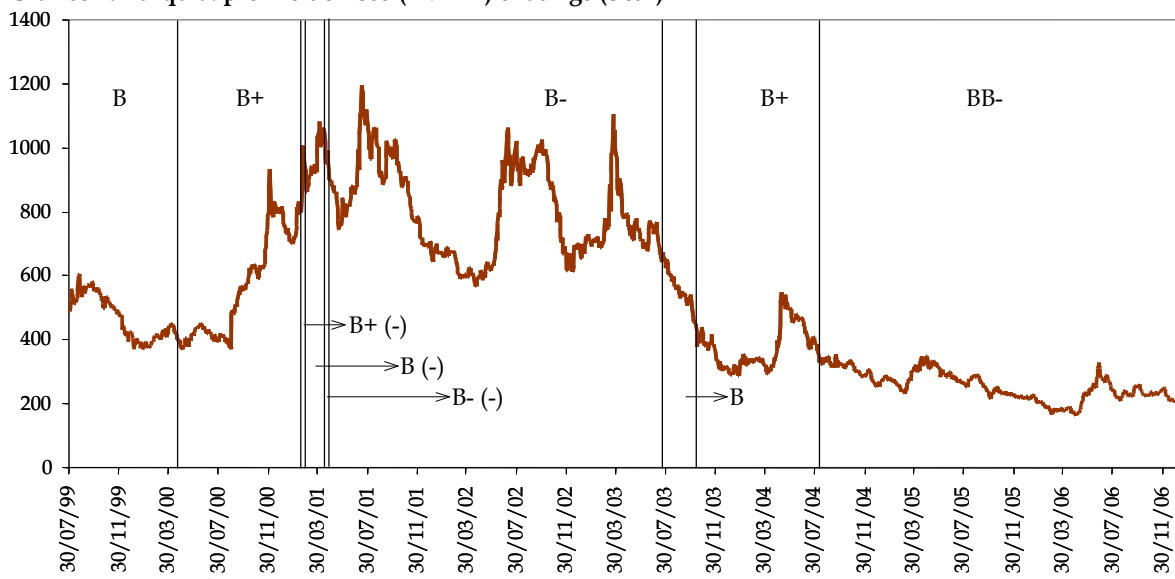


Gráfico 3: Rússia: prêmio de risco (EMBI+) e ratings (Moody's)

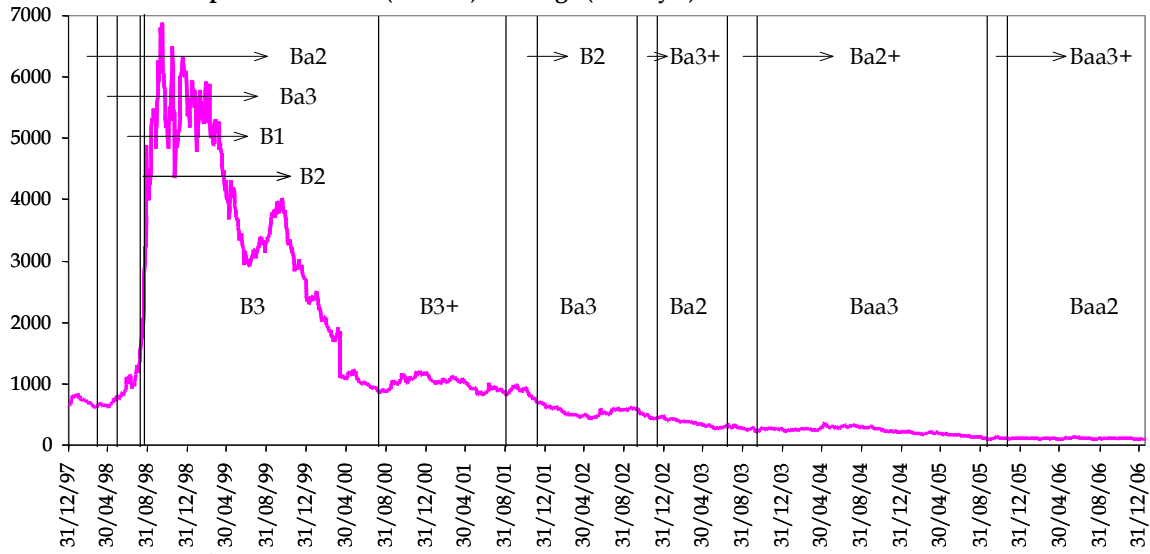


Gráfico 4: Rússia: prêmio de risco (EMBI+) e ratings (S&P)

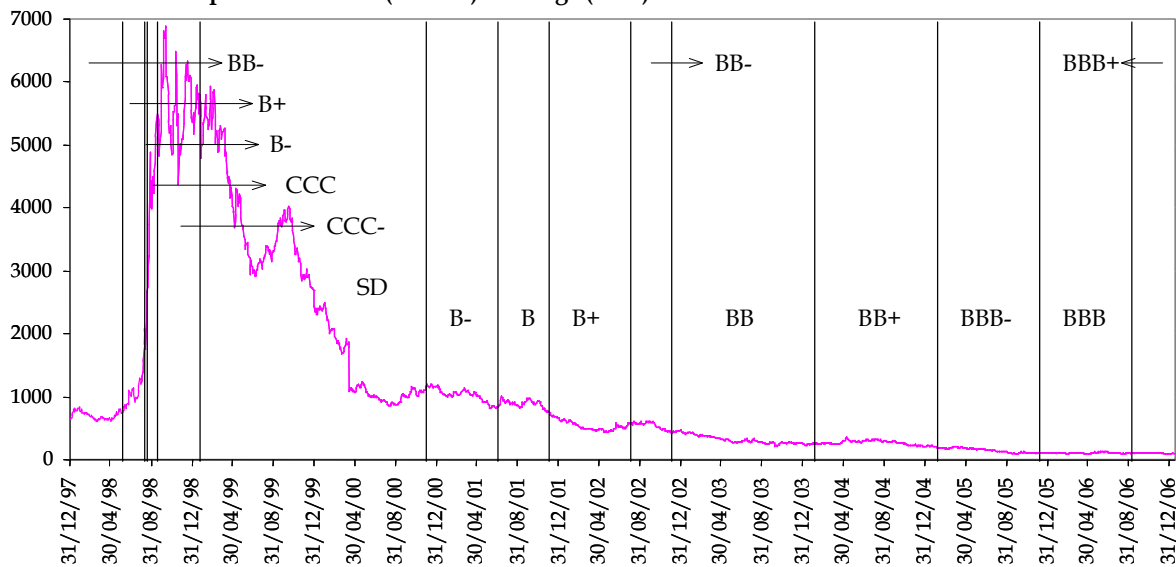


Gráfico 5: México: prêmio de risco (EMBI+) e ratings (Moody's)

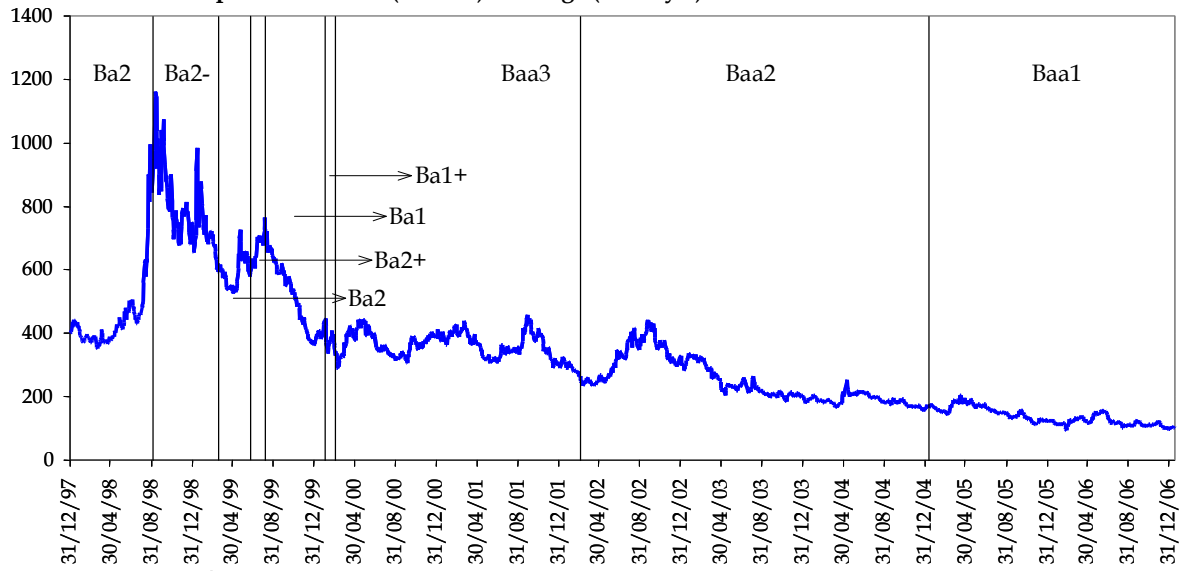


Gráfico 6: México: prêmio de risco (EMBI+) e ratings (S&P)

