

# EFEITOS DA CONSOLIDAÇÃO DO MERCOSUL NOS MECANISMOS DE CAPTAÇÃO DE POUPANÇA EXTERNA

Afonso S. Bevilaqua\*  
Márcio G. P. Garcia\*  
Áureo de Paula\*\*

## I. INTRODUÇÃO

A década de 90 tem presenciado a volta dos fluxos de capital para a América Latina.<sup>1</sup> O sucesso dos planos de estabilização da região, bem como de seus percalços, passaram crescentemente a depender da volatilidade desses fluxos.

Simultaneamente, surgem blocos de comércio na região, dentre os quais ressalta-se o Mercosul, composto pela Argentina, Brasil, Paraguai e Uruguai. O Mercosul tem acentuado significativamente a interdependência das economias envolvidas via o aumento do comércio intra-bloco. Em 1990, 15% das exportações da Argentina foram destinadas aos países do Mercosul. Já em 1996 essa parcela aumentou para cerca de 33%. No caso do Brasil, apesar do valor em 1990 ser relativamente baixo (4%), a parcela das exportações destinada a países do Mercosul aumentou quase quatro vezes, chegando a cerca de 15% do total em 1996. Para o Paraguai e o Uruguai os aumentos foram menos substanciais, mas nos dois casos a parcela de exportações para o Mercosul quase dobrou entre 1990 e 1996, chegando, respectivamente, a 57% e 48% do total.

Se o exemplo da integração europeia for válido para o Mercosul, é possível que esteja ocorrendo uma crescente equalização dos custos de captação dos diversos países à medida

---

\*\* Mestrando em Economia da PUC/Rio

<sup>1</sup> Veja-se, por exemplo, G.A. Calvo, L. Leiderman and C.M. Reinhart, "Capital Inflows and Real Exchange Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", IMF Working Paper WP/92/62 (1992); e G.A. Calvo, L. Leiderman and C.M. Reinhart, "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues", *Contemporary Economic Policy*, XII, July (1994).

em que o “risco-região” ganhar terreno na determinação do “risco-país”.<sup>2</sup> Também esperar-se-ia uma maior homogeneização dos instrumentos de captação de recursos externos entre os diversos países, incluindo os investimentos diretos e os investimentos de portfólio.

O objetivo deste trabalho é avaliar o impacto da instauração e consolidação no Mercosul sobre os fluxos de capital externo para os países do bloco. O projeto subdivide-se em duas partes. A primeira parte analisa o tamanho e a composição dos fluxos de capitais para os países do bloco; a segunda, os “yields” (retornos) de tais investimentos estrangeiros. Busca-se, portanto, quantificar o impacto do Mercosul sobre os preços e as quantidades envolvidas na captação de poupança externa.

A seção II analisa a evolução do tamanho e da estrutura (composição) do balanço de capitais das economias do Mercosul, no que tange aos movimentos de capitais de empréstimo. São, portanto, caracterizadas as diversas formas de captação de recursos externos via dívida. Esta análise visa caracterizar pormenorizadamente os fluxos de capital, discriminados através de suas diversas formas, e compará-los com os fluxos concomitantemente observados em outros mercados emergentes, com o objetivo de se verificar ou refutar a hipótese da existência de um efeito Mercosul.

Na segunda parte são analisadas as evoluções dos retornos das diversas formas de captação dos recursos estrangeiros via dívida, principalmente os eurobônus e os bônus “Bradies”, sempre com o objetivo de se verificar ou refutar a hipótese da existência de um efeito Mercosul. Para tal fim, aplicam-se diferentes metodologias. A primeira metodologia—Estudos de Eventos—é explicada e aplicada aos dados na seção III.

Estudos de eventos permitem que se avalie o impacto sobre as condições de financiamento dos países do Mercosul de acontecimentos que interferem, de maneira positiva ou negativa, com o processo de integração na região. Examina-se a resposta dos *spreads* a estes

---

<sup>2</sup> Caso se considere o possível advento de uma moeda única no âmbito do Mercosul, haveria a homogeneização do risco cambial entre as economias do bloco monetário, como está ocorrendo com os países que aderiram ao Euro. Os diferenciais de juros remanescentes entre os países dever-se-iam, sob tal cenário, apenas à percepção do risco de crédito (default) diferenciado entre os países. Como a implementação da moeda única no Mercosul não é para o futuro próximo, pois pressupõe o estabelecimento de coordenação das políticas macroeconômicas, notadamente a política cambial, não se pretende aqui explorar esse cenário.

acontecimentos durante um período curto de negociação dos títulos. Testa-se então a hipótese nula de que os anúncios não resultam em respostas significativas dos *spreads*. Com a utilização desta metodologia torna-se possível examinar em que medida acontecimentos como a introdução do regime automotivo brasileiro em 1995 está associado às mudanças nas condições de captação externa dos quatro países que compõem o Mercosul. A metodologia permite ainda que se avalie possíveis diferenças entre os países membros do Mercosul em períodos imediatamente posteriores à deflagração de crises externas como, por exemplo, as do México no final de 1994 e da Ásia no segundo semestre de 1997.<sup>3</sup>

Na seção IV buscamos analisar comparativamente a evolução do risco-país dos diversos componentes do bloco comercial para verificarmos se de fato há uma maior convergência entre eles, o que seria compatível com um maior peso do “risco-região” na determinação do risco-país.<sup>4</sup> O primeiro passo é a medição do risco-país. As medidas usualmente propostas para o risco-país envolvem diferenciais de juros. O diferencial de juros entre dois países pode ser medido de várias formas. Pode-se, por exemplo, calcular a diferença entre as taxas nominais ou entre as taxas reais. Prefere-se aqui calcular o diferencial da paridade coberta das taxas de juros (DPC). O DPC indica o ganho **acima da taxa de juros internacional** que um investidor estrangeiro teria ao investir em renda fixa no Brasil, **sem correr o risco de desvalorização cambial**. Frankel<sup>5</sup> demonstra empiricamente que situações com DPC positivo estão associadas a restrições à entrada de capitais, enquanto que situações com DPC negativo estão associadas a restrições à saída de capitais.

O DPC é geralmente identificado como o **risco-país**. Ou seja, toma-se o DPC como a compensação adicional que o investidor estrangeiro requer para investir no país estrangeiro em vez de investir em ativos domésticos. O problema com tal procedimento é que ele supõe uma situação de equilíbrio, na qual os investidores internacionais estejam

---

<sup>3</sup> Esta parte está sendo desenvolvida através de um outro projeto de pesquisa com a CEPAL (CLA/99-1791). Ao final, ambos os contratos gerarão um único relatório.

<sup>4</sup> A idéia é se verificar se, devido à introdução do Mercosul, os países do bloco passaram a mostrar uma maior convergência dos respectivos riscos-país, e, conseqüentemente, das respectivas taxas de juros.

<sup>5</sup> Veja-se J. Frankel, “Quantifying International Capital Mobility in the 1980s” in D. Bernheim and J. Shoven, eds., *National Saving and Economic Performance*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago (1991).

momentaneamente satisfeitos com a alocação de seus portfólios. Esse não é o caso quando estão ocorrendo movimentos de capitais de portfólio, quer de entrada ou de saída.

Por exemplo, quando os juros foram significativamente elevados no Brasil imediatamente após a crise asiática de outubro de 1997, sobreveio um maciço ingresso de capitais especulativos de curto prazo nos meses seguintes. Ou seja, dada a percepção de risco do mercado internacional após a crise asiática, a elevação dos juros realizada pelo Banco Central do Brasil mais do que compensou por alguns meses o aumento do risco percebido pelos investidores. Durante esse período—que durou até o início de maio de 1998— aumentou o volume de riqueza que os investidores internacionais quiseram alocar em ativos de renda-fixa no Brasil, o que originou uma realocação de portfólio, consubstanciada na entrada de investimentos de portfólio, a qual ocasionou a acumulação de reservas internacionais no Banco Central.<sup>6</sup>

Ou seja, tomar o DPC desse período como uma medida do risco-Brasil implica em superestimar o verdadeiro risco-Brasil. A análise econométrica realizada visa eliminar esse viés, tentando obter uma estimativa mais precisa da evolução dos riscos-país dos diversos componentes do Mercosul para posteriormente compará-los. Tal comparação ajuda na determinação da existência ou não de um efeito Mercosul; por exemplo, se de fato o “risco-região” está ganhando terreno na determinação do “risco-país”, esperar-se-ia uma crescente convergência dos diversos riscos-país dentro do Mercosul. Tal análise encontra-se em fase final de elaboração, dependendo de dados ainda não obtidos da Argentina e do Uruguai.

---

<sup>6</sup> As reservas internacionais, no conceito de liquidez internacional, passaram de US\$52.035 milhões em novembro de 1997 para US\$74.656 milhões em abril de 1998 (dados de final de mês; vide <http://www.bcb.gov.br/htmls/notecon1.htm>).

## II. FLUXOS DE CAPITAIS INTRA E EXTRA-MERCOSUL

Como observaram-se até recentemente nos anos 90 grandes fluxos de capitais para várias regiões do globo, é bastante importante comparar os montantes recebidos pelo Mercosul com os recebidos por outras regiões para poder inferir se há ou não um efeito-Mercosul na captação de poupança externa. Esta análise visa caracterizar pormenorizadamente os fluxos de capital, discriminados através de suas diversas formas, e compará-los com os fluxos concomitantemente observados para outros mercados emergentes.

A principal fonte de dados utilizada neste relatório é a publicação *Global Development Finance*, 1998, IBRD (International Bank for Reconstruction and Development). A análise segue as mesmas classificações adotadas pelo periódico acima no que diz respeito à classificação regional dos países (vide Apêndice 1) e categorias de dívida de longo prazo.

A Dívida Externa Total é dividida em (1) Dívida de Curto Prazo, (2) Dívida de Longo Prazo e (3) Uso de Créditos junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI). A Dívida de Longo Prazo, abordada nas descrições aqui apresentadas, se classifica (por devedor) em duas categorias: (1) Dívida Pública e Dívida com Garantia do Setor Público e (2) Dívida Privada Não Garantida. O primeiro tipo de dívida se classifica (por credor) em (1) Credores Oficiais (Multilaterais e Bilaterais) e (2) Credores Privados (Bancos Comerciais, Títulos e Outros). A lista dos países analisados está no Apêndice 1.

Embora a publicação apresente informações até 1998, os dados disponíveis permitem que a análise seja feita somente até o ano de 1996, uma vez que não se dispõe de estimativas para emissões privadas sem garantia do setor público (NPG) para o biênio 1997/1998. Ainda que tal categoria de emissores não represente uma parcela significativa para algumas das regiões apresentadas, como o Oriente Médio e a maior parte das regiões da África, tais emissões chegaram a representar mais de 1/3 do total para a América Latina e mais da metade do total para os países do Mercosul. Este fato explica por que a participação dos países do Mercosul cai de uma média de 15.9%, em 1993/1996, sendo 19.31% do total em 1996, para cerca de 7.5% do total das categorias disponíveis em 1997/1998 (Figura 1).

Fenômeno semelhante se dá com o restante da América Latina, decrescendo sua parcela de 20.52% no período 1993/1996 para cerca de 15.43% em 1997/98.

O período analisado, 1986 a 1996, marcou, para os países do Mercosul, a passagem de uma situação de graves limitações de acesso ao mercado internacional de crédito em virtude da crise da dívida externa da primeira metade da década dos 80 para uma situação de normalidade, marcada pela reabertura tanto dos mercados privados internacionais de crédito após as renegociações sob a égide do Plano Brady<sup>7</sup>, quanto das agências públicas após as renegociações conduzidas via Clube de Paris.

Esta seção está organizada em quatro sub-seções. A sub-seção II.1 apresenta resultados acerca dos Fluxos Líquidos sobre a Dívida, compostos pela diferença entre os desembolsos e as amortizações realizadas por cada país. Ainda que apropriado para inferir conclusões acerca do crescimento/decrescimento do montante de dívida de cada país, tal conceito não é informativo sobre todas as dimensões, pois há que se acrescentar aos cálculos os encargos de juros. Diferentemente de outras formas de captação, cujo pagamento de serviços não é rígido — investimentos sob a forma de ações não pagam dividendos em caso de prejuízo, por exemplo, o mesmo ocorrendo com os investimentos estrangeiros diretos (FDI) — o serviço de dívida é pré-estabelecido e geralmente imutável sob quaisquer contingências, mesmo que adversas. Assim, a sub-seção II.2 descreve a trajetória e composição das Transferências Líquidas Sobre a Dívida descritas na seção anterior, definidas como a diferença entre os Fluxos Líquidos Sobre a Dívida e o Pagamento de Juros sobre a mesma. Em cada uma das sub-seções mencionadas o relatório desagrega a análise dos componentes de cada um dos dois conceitos (Desembolsos, Amortizações e Pagamento de Juros). A sub-seção II.3 apresenta as conclusões a respeito das descrições expostas nas seções anteriores.

## I.1 FLUXOS LÍQUIDOS SOBRE A DÍVIDA:

### II.1.1 DESEMBOLSOS - DADOS GERAIS

A maior parte dos novos desembolsos no período de 1986 a 1996 destinou-se ao Sudeste Asiático e à América Latina. Conforme a classificação sugerida pela publicação do Banco

---

<sup>7</sup> As negociações no contexto do Plano Brady foram concluídas em fevereiro de 1991 no caso do Uruguai,

Mundial, *Global Development Finance*, o Leste e o Sul Asiático receberam, em média, 19.53% e 7.40%, respectivamente, dos desembolsos neste período, tendo a América Latina (excluindo os países do Mercosul) recebido 25.28% e os países do Mercosul, 15.66%.

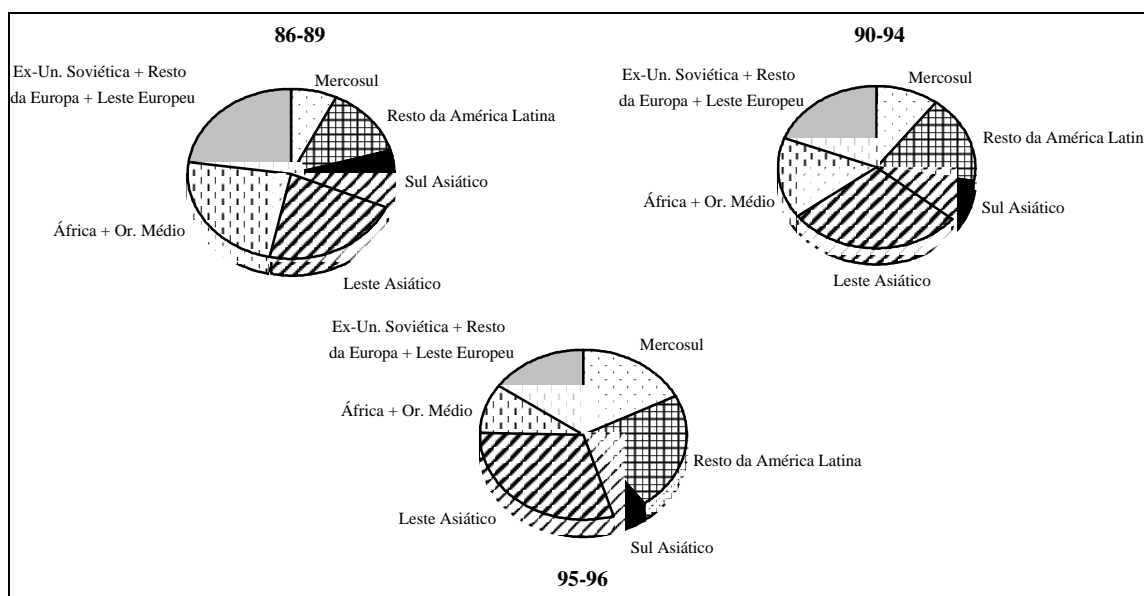
#### II.1.1.1 COMPOSIÇÃO:

A participação dos países da África Ocidental, Setentrional e do Oriente Médio cai de forma progressiva de 5.56%, 10.78% e 4.35% em 1986 para 1.44%, 2.54% e 1.60% em 1996, respectivamente. A parcela da África Oriental flutua entre 4.5 e 5.5% até 1989 e declina até 2.60% em 1993, permanecendo entre 2.5% e 4%. A fração correspondente à antiga União Soviética oscila entre 5 e 15% entre 1986 e 1992, passando à faixa de 2 a 5% daí em diante. Em contraste, a participação do Leste Asiático sobe progressivamente de 19.5% em 1986 a 30.62% em 1992, permanecendo depois na faixa entre 25 e 30%. Para o Sudeste Asiático, a participação se mantém acima dos 10% durante o período de 1986 a 1989, flutuando entre 5 e 10% daí em diante. A fração para os países do Mercosul é de 6.97% em média entre 1986 e 1992, saltando em 1993 para 15.62% (contra 8.80% em 1992), mantendo-se em média em 15.9% entre 1993 e 1996 (Figura 1).

---

abril de 1993 para a Argentina e abril de 1994 para o Brasil.

FIGURA 1 - COMPOSIÇÃO MÉDIA DOS DESEMBOLSOS



#### II.1.1.2 Volume:

Para a África Oriental, os desembolsos mantiveram-se em torno de US\$ 4.7 bilhões, relativamente estáveis até 1994, quando saltaram 53.42%, permanecendo acima de US\$ 6 bilhões até 1996. Os desembolsos para os países da África Ocidental declinaram progressivamente de US\$ 5 bilhões no início do período para cerca de US\$ 3.5 bilhões em 1996. A África Setentrional, por sua vez, que captava entre US\$ 8.5 e 12 bilhões até 1994, sofreu uma redução no montante de desembolsos a partir de então, fechando o ano de 1996 em US\$ 6.1 bilhões. Enquanto a destinação de novos recursos para os países da ex-União Soviética variou bastante, tendo flutuado entre US\$ 5 e 17 bilhões durante todo o período analisado, os desembolsos para a Europa Oriental sofreram progressivo declínio de US\$ 10.5 bilhões em 1986 até US\$ 6.9 bilhões em 1992, saltando para US\$ 11.2 bilhões em 1993 e atingindo US\$ 18.2 em 1996. O restante da Europa desfrutou de um fluxo médio de US\$ 5.3 bilhões até 1991 e de US\$ 8 bilhões após este ano (dados agregados na Figura 3).

O fluxo de novos desembolsos destinados ao Leste Asiático, por sua vez, teve uma taxa média de crescimento de 14.66% ao ano, variando entre 39.29% ao ano em 1992 e 4.64% ao ano em 1993, tendo crescido 20.01% de 1995 para 1996. O montante destinado ao Sul Asiático oscilou entre US\$ 10 e 12 bilhões durante o período inteiro. Em 1986, o volume de recursos direcionados ao Leste Asiático era de US\$ 18.1 bilhões, tendo alcançado US\$ 71.0 bilhões em 1996, evidenciando o forte fluxo de capitais que precedeu a crise asiática em 1997. Os recursos para o Oriente Médio neste período oscilam entre US\$ 4.6 e 1.4 bilhões. Para a América Latina (excluindo-se os países do Mercosul), o fluxo de desembolsos, o qual fora relativamente estável em torno de US\$ 14 bilhões até então, sofre um aumento significativo em 1990 (mais de 70%). A partir de 1990, o aumento anual desta categoria é fortemente positivo em quase todos os anos até 1996 — notadamente em 1992 (32.6%), 1993 (31.05%) e 1995 (49.31%), alcançando US\$ 52.8 bilhões no último ano em estudo. Os desembolsos para os países do Mercosul, que se mantiveram em uma média de US\$ 7.8 bilhões até 1992, aumentaram bastante a partir de 1993, atingindo uma média de US\$ 31 bilhões no período remanescente (dados agregados nas Figuras 2 e 3).

Em suma, os países do Mercosul chegaram tarde ao movimento internacional de expansão do fluxo de capitais aos mercados emergentes nos anos noventa, mas, ainda assim, obtiveram significativa parcela no período final desse ciclo que antecedeu a crise asiática de 1997.

FIGURA 2 – VOLUME DOS DESEMBOLSOS

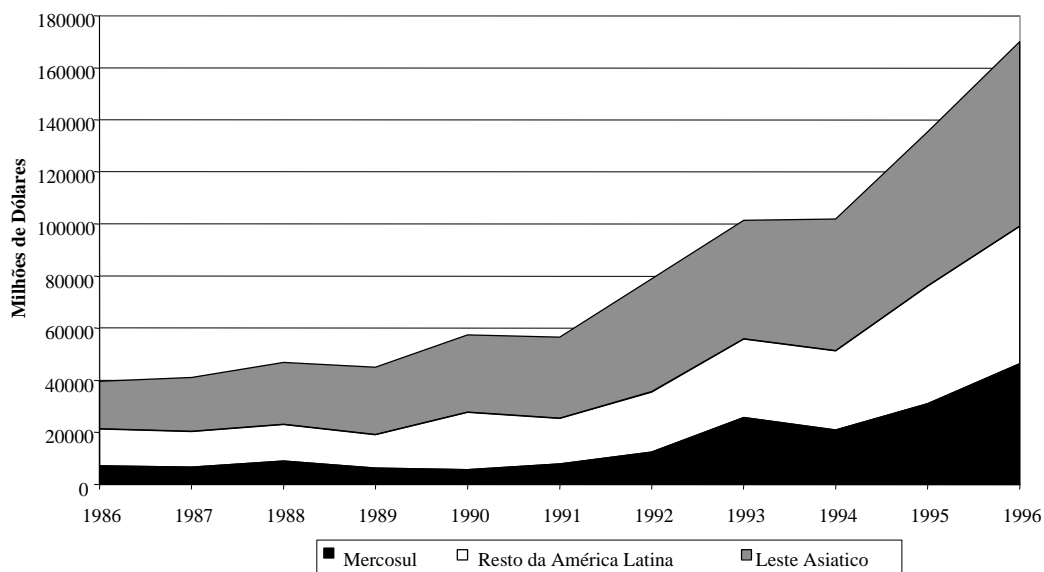
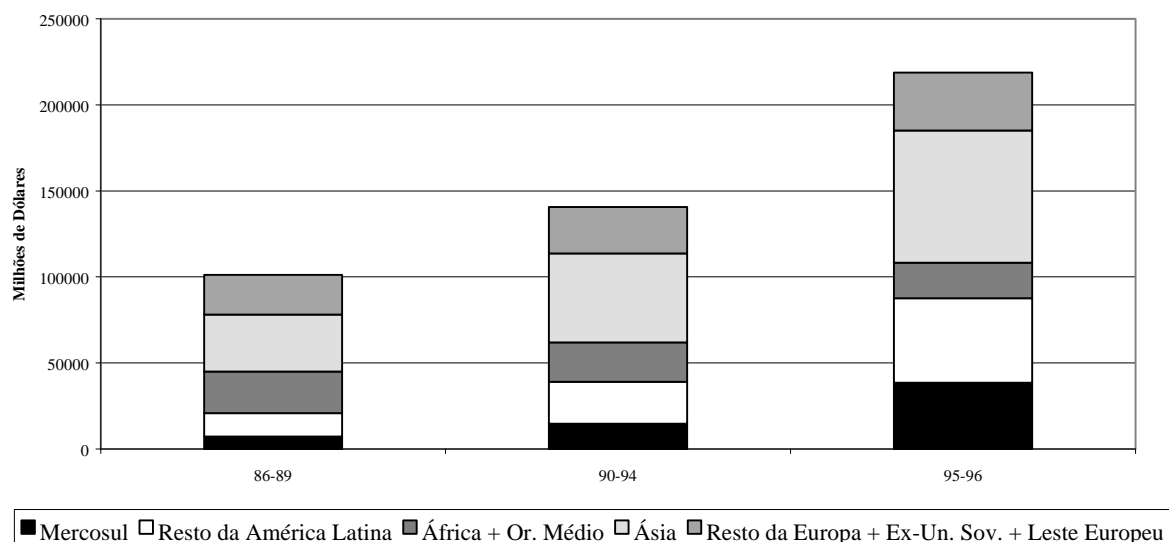


FIGURA 3 - VOLUME MÉDIO DOS DESEMBOLSOS



## II.1.2 AMORTIZAÇÕES:

### II.1.2.1 DADOS GERAIS:

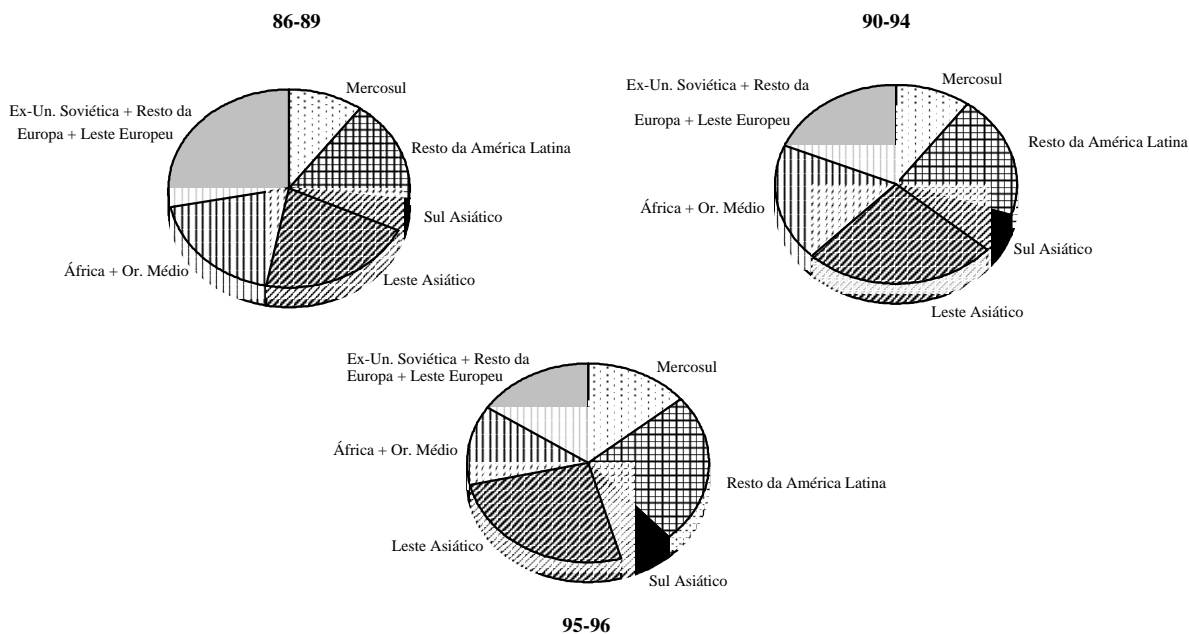
A maior parte das amortizações ocorridas no período sob estudo partiu do Leste Asiático (23.98% em média), seguido do resto da América Latina (19.52% em média), dos países do Mercosul (10.58% em média), do Leste Europeu (10.0% em média) e da África Setentrional (9.87% em média).

#### II.1.2.1.1 COMPOSIÇÃO:

Embora crescente (a participação média das amortizações do Mercosul aumenta de 9.59% em 1986/1992 para 11.50% em 1993/1996), o comportamento das amortizações provenientes do Mercosul é mais estável que na categoria de desembolsos. O mesmo ocorre para o resto da América Latina e para o Leste Asiático, cujas parcelas sobem de 17.16% e 22.28% em média durante 1986/1992 para 22.48% e 27.40% em 1993/1996, respectivamente. As demais regiões mantêm suas participações, com exceção da África

Setentrional e do Leste Europeu, que passam a pagar 7.70% e 6.85% do total em média durante 1993/1996 em contraste aos 11.68% e 11.67% de participação no período anterior. (Figura 4)

FIGURA 4 – COMPOSIÇÃO MÉDIA DAS AMORTIZAÇÕES



#### II.1.2.1.2 VOLUME:

O total de amortizações realizado em 1996 (US\$ 153 bilhões) é quase o triplo das amortizações em 1986 (US\$ 57 bilhões). Em termos absolutos, os maiores acréscimos são provenientes da América Latina, que pagou US\$ 31.5 bilhões a mais em 1996 do que em 1986; do Leste Asiático, que amortizou US\$ 28.6 bilhões a mais em 1996 do que dez anos antes; e do Mercosul, cujos pagamentos de principal subiram em US\$ 17 bilhões no período. Para o Mercosul, com exceção de aumento substancial nas amortizações em 1989, quando os pagamentos foram de US\$ 9.9 bilhões em contraponto aos US\$ 5.2 bilhões do ano anterior, a maior parte dos anos apresentou decréscimos, tendo os anos a partir de 1994 registrado forte aumento dos pagamentos de principal por parte dos países desta região. No resto da América Latina, a história é semelhante, tendo havido fortes incrementos em 1992

e 1996, quando tais pagamentos alcançaram US\$ 21 bilhões e US\$ 42 bilhões, respectivamente. O Sul e o Leste Asiático também apresentam aumentos pronunciados durante o período, sendo os acréscimos no primeiro mais concentrados a partir de 1994, enquanto o segundo teve aumentos mais graduais, até atingirem US\$ 9.7 e 39.1 bilhões, respectivamente. (Figura 5) As amortizações aumentam também substancialmente para o Resto da Europa e para o Oriente Médio, que em 1996 pagam três vezes a mais do que em 1986. Os demais países mantêm suas amortizações entre o início e o final do período razoavelmente estáveis (Figura 6)..

FIGURA 5 - VOLUME DAS AMORTIZAÇÕES

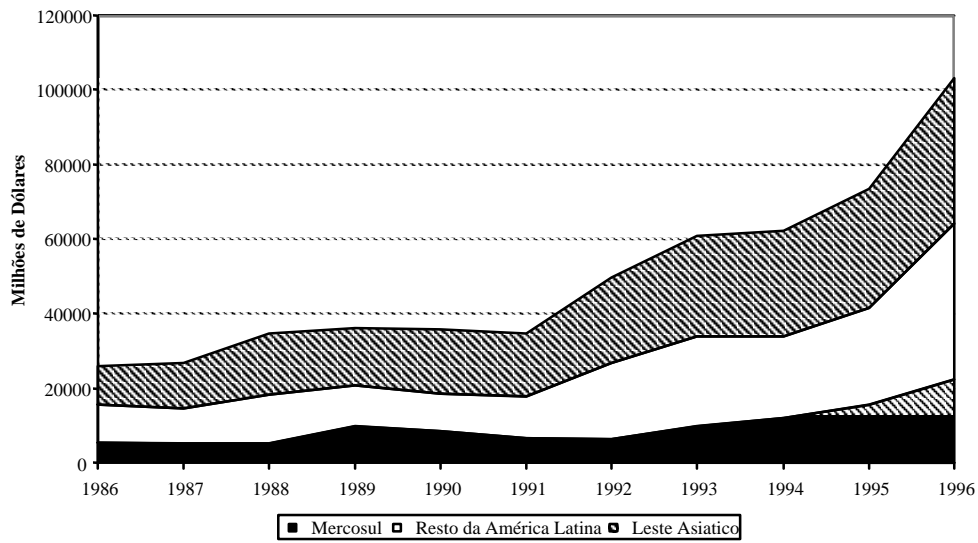
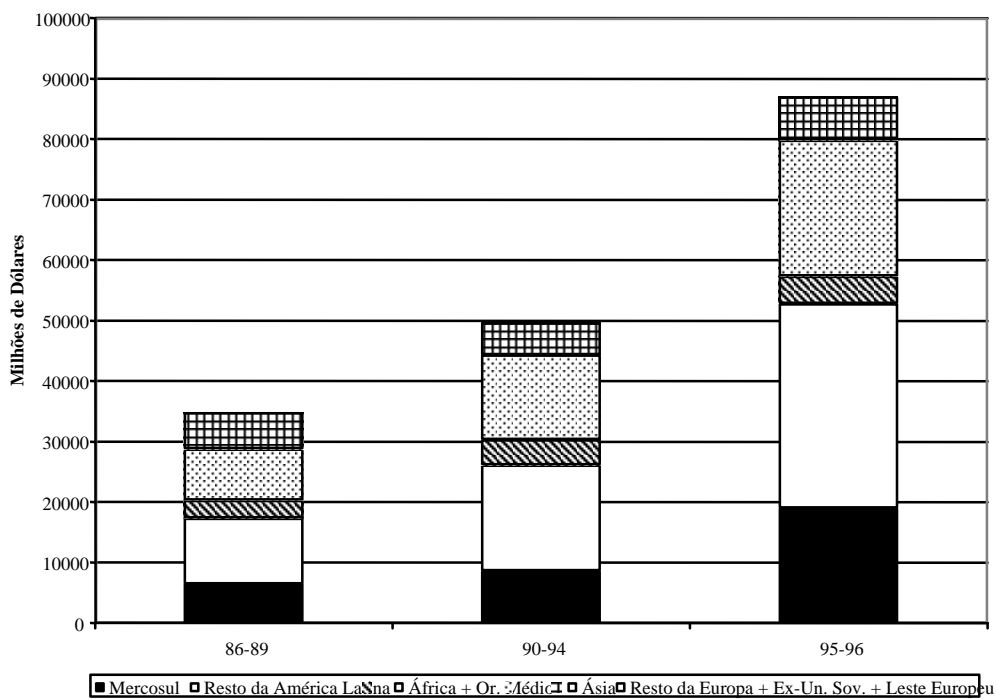


FIGURA 6 – VOLUME MÉDIO DAS AMORTIZAÇÕES POR REGIÃO (MÉDIA)



### II.1.3 ANÁLISE DOS FLUXOS LÍQUIDOS SOBRE A DÍVIDA

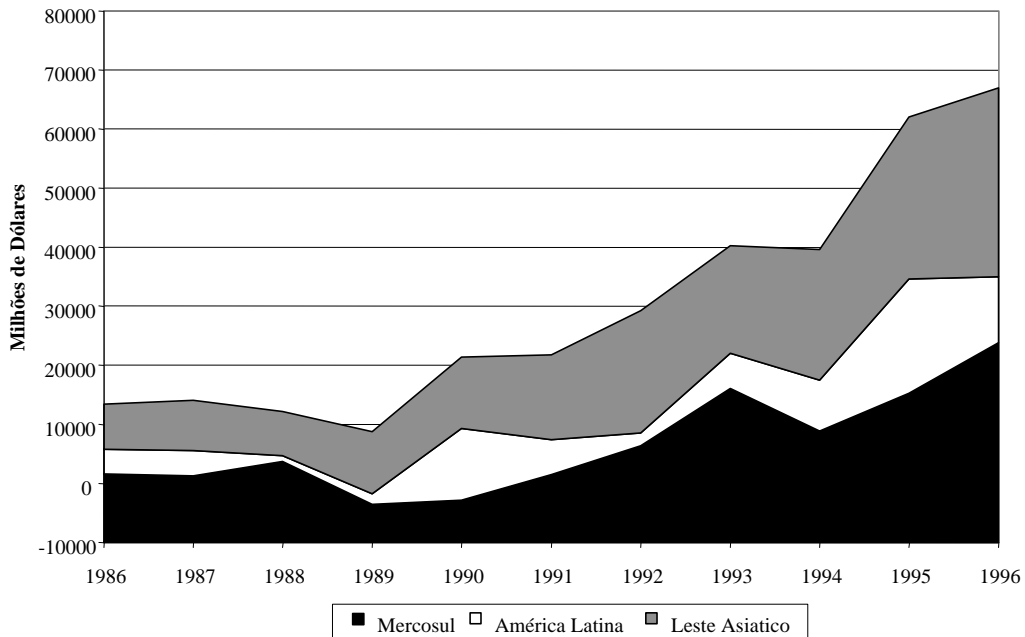
Durante o período em questão, a maior parte dos fluxos se destinou ao Leste e Sul Asiáticos (30.13 e 13.65% em média, respectivamente), ao resto da América Latina (12.67% em média) e à antiga União Soviética (9.58% em média). Pouco mais de 9% do total em média se direcionou para os países do Mercosul. Os fluxos de dívida totais mais do que dobram no período em questão, de US\$ 35 bilhões em 1986 para cerca de US\$ 87 bilhões.

Se não se pode dizer que o Mercosul tenha se destacado em relação às demais regiões quando todo o período é tomado em perspectiva, os últimos anos da análise revelam um crescimento bastante forte para esta região, em virtude do grande influxo de desembolsos ocorridos no período. De uma média de 2% dos fluxos de dívida até 1992, a região passa a captar liquidamente cerca de 21.64% em média a partir desse ano. Tal comportamento explica-se, como anteriormente já mencionado, pelas conclusões das renegociações da dívida externa nos países do Mercosul, através do plano Brady e Clube de Paris, bem como pelas condições favoráveis da oferta de fundos emprestáveis devido às baixas taxas de juros internacionais até 1994. Na mesma direção e com base nas mesmas razões estão as variações atreladas às participações do restante da América Latina (de 10.96% em média para 15.66% em média nos mesmos períodos que acima) e do Leste Asiático (de 27.43% em média para pouco menos de 35% em média nos mesmos períodos). Cresce também significativamente a participação do Leste Europeu (de 0.71% em média para 8.05% em média nos mesmos períodos), enquanto nas demais regiões o movimento é de queda na participação.

Em virtude do crescimento dos desembolsos destinados ao Mercosul, ao restante da América Latina e ao Leste Asiático, tais regiões tornaram-se as principais responsáveis pelo grande crescimento nos volumes de fluxo de dívida. No Mercosul, a partir de US\$ 2.1 bilhões em 1986/1988, e após um período de captação líquida negativa em 1989 e 1990, os fluxos de dívida avolumaram-se perceptivelmente, principalmente em 1993, quando chegaram a US\$ 16.1 bilhões, e em 1995 e 1996, quando atingiram US\$ 15.3 e 23.8 bilhões, respectivamente. Em 1996 os acréscimos aos fluxos de dívida de 1986 totalizaram

US\$ 22.2 bilhões. (Figura 7) Também com os demais países da América Latina os acréscimos são bastante mais pronunciados nos anos 1990, com anos de expressivo crescimento em 1993 e 1995. Já com relação ao Leste Asiático, o crescimento nos fluxos de dívida foi mais gradual, não havendo aparentemente nenhum momento de marcada aceleração ou desaceleração, de acordo com a evolução nos desembolsos e amortizações. Também sofreram incremento em fluxos de dívida a antiga União Soviética, o Leste Europeu e o Resto da Europa, estes últimos em função do influxo positivo de desembolsos, e aquela em função da redução nas amortizações.

FIGURA 7 – VOLUME DE FLUXOS LÍQUIDOS



## II.2 TRANSFERÊNCIAS LÍQUIDAS SOBRE A DÍVIDA:

### II.2.1 PAGAMENTO DE JUROS:

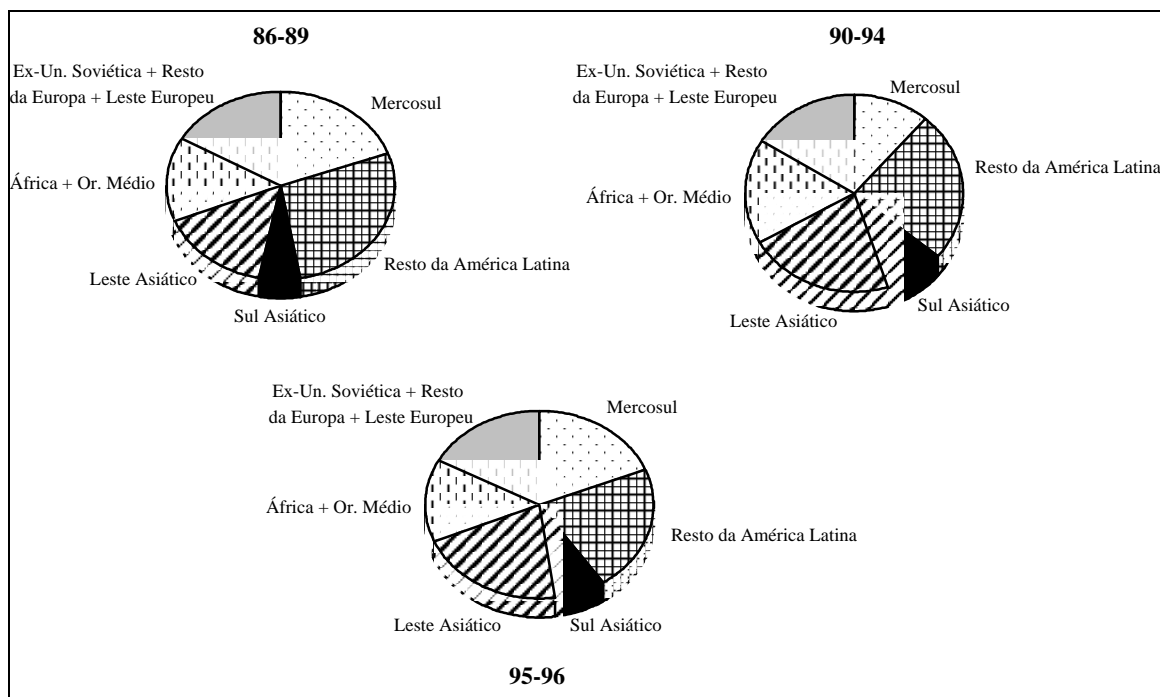
#### II.2.1.1 DADOS GERAIS:

As maiores parcelas referentes ao pagamento de juros se concentram no Mercosul (média de 15.66% no período), na América Latina (média de 25.28% no período) e no Leste Asiático (média de 19.53% no período). Além destas regiões, também apresentam parcelas dignas de nota o Leste Europeu (média de 7.77% no período), a África Setentrional (média de 7.63% no período) e o Sul Asiático (média de 7.4% no período).

#### II.2.1.1.1 COMPOSIÇÃO:

O Mercosul, que participou em média em 22.19% do total de pagamento de juros entre 1986 e 1988, diminuiu sua participação média entre 1989 e 1992 para 11.34%, voltando a aumentá-la no quadriênio seguinte para 16.34% do total — provavelmente em função do maior influxo de dívida a partir do início da década de 1990. Para o restante da América Latina a trajetória é relativamente estável, com algum declínio durante o período em questão: enquanto a participação média foi de cerca de ¼ durante os três primeiros anos, entre 1993 e 1996 a participação média foi de 22.66%. Os pagamentos de juros pelo Sul e Leste Asiático aumentam no período, estando em média em 4.95% e 14.94% nos três primeiros anos e passando para uma média de 8.42% e 21.69% no restante do período, respectivamente. É de se notar que, apesar de os influxos de dívida para o Leste e Sul Asiáticos serem em regra bem maiores que os destinados para o Mercosul e América Latina, os encargos com juros parecem pesar mais relativamente para os dois últimos, provavelmente em função de condições menos favoráveis de financiamento para estas regiões. Para o Resto da Europa, os pagamentos de juros aumentam de 3.71% nos três primeiros anos para cerca de 5.55% em média no período final, enquanto para o Leste Europeu diminuem de 9.11% em média para cerca de 7.05% em média nos mesmos períodos. (Figura 8)

FIGURA 8 - COMPOSIÇÃO MÉDIA DOS PAGAMENTOS DE JUROS



#### II.2.1.1.2 VOLUME:

Os volumes referentes ao pagamento de juros permanecem durante o período de 1986 a 1994 na faixa de US\$ 49 a 58 bilhões por ano, saltando nos dois anos seguintes para US\$ 73 bilhões 1995 e US\$ 75.8 bilhões em 1996. (Figura 9) O Mercosul, após ter pago durante os três primeiros anos, juros acima de US\$ 10 bilhões anuais, pagou, entre 1989 e 1994, US\$ 5.9 bilhões em média (Figura 10). No biênio seguinte, os países desta região desembolsaram substancialmente mais: cerca de US\$ 14 bilhões a cada ano, sendo em grande parte responsáveis pelo aumento nesses dois anos das cifras referentes à soma de todas as regiões. Para a América Latina, os pagamentos flutuam entre US\$ 12.1 bilhões e US\$ 16.8 bilhões, sem nenhuma tendência visível para o período como um todo, mas com algum crescimento a partir de 1993, quando os pagamentos de juros passam de US\$ 12 bilhões para US\$ 16.8 bilhões em 1996. Para o Sul e Leste Asiáticos, há um visível acréscimo nos pagamentos de juros a partir de 1989. Até 1988, a média anual de juros pagos esteve em US\$ 2.6 e 7.9 bilhões, respectivamente, enquanto no restante do período os montantes anuais médios passaram a US\$ 4.7 e 12.2 bilhões, respectivamente. O montante de juros flutua bastante para a antiga União Soviética durante o período, mantendo-se, no

entanto, em níveis bem mais altos nos dois últimos períodos (US\$ 3.9 bilhões em média) do que nos anos anteriores (US\$ 1.7 bilhão em média). Os juros pagos pelo Resto da Europa aumentam gradativamente no período sob análise, de US\$ 1.5 bilhão em 1986 para US\$ 3.4 bilhões em média nos dois últimos anos.

FIGURA 9 - VOLUME DE PAGAMENTO DE JUROS

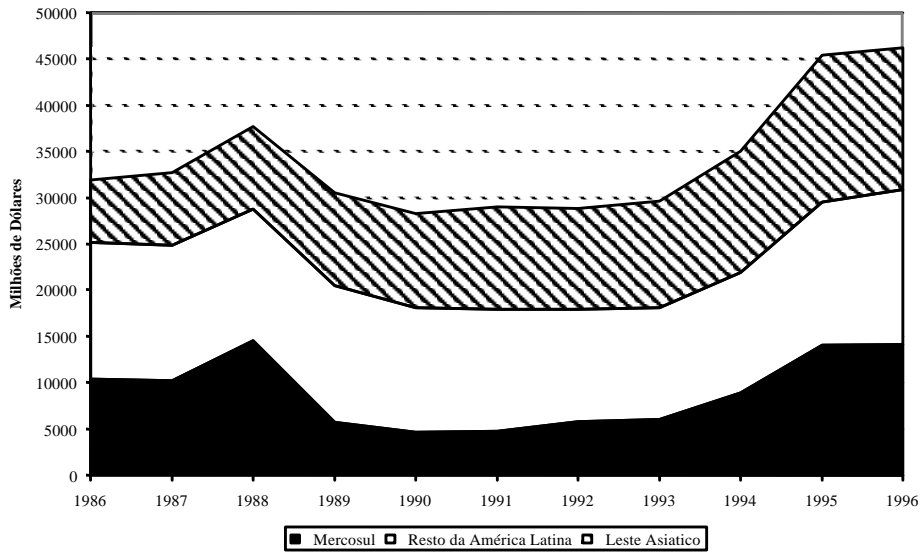
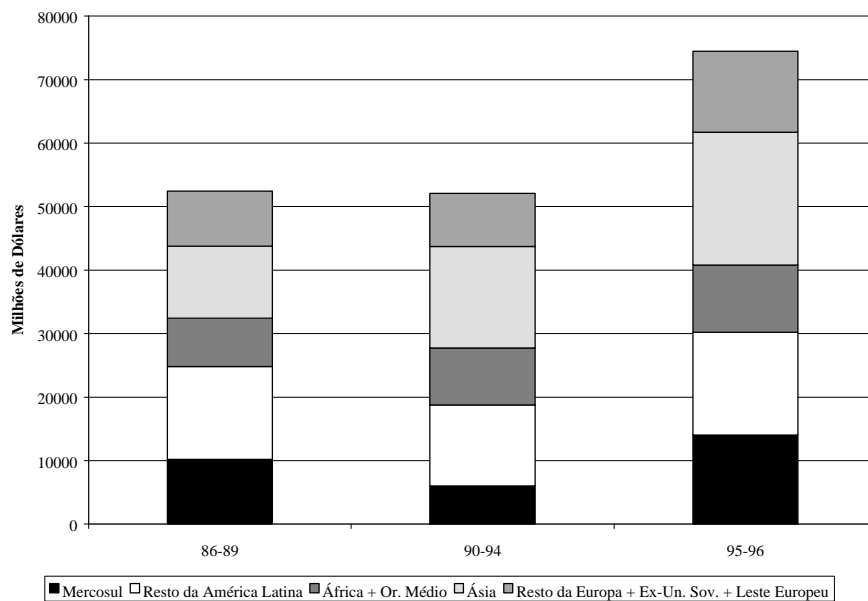


FIGURA 10 - VOLUME MÉDIO DE PAGAMENTO DE JUROS POR REGIÃO (MÉDIA)



### II.3 ANÁLISE DOS DADOS DOS FLUXOS SOBRE A DÍVIDA EXTERNA DE LONGO PRAZO :

Nesta seção, procurou-se caracterizar o comportamento dos principais componentes dos fluxos sobre a dívida externa de longo prazo. Conforme apontado nas diversas seções, as regiões mais representativas são o Mercosul, o restante da América Latina e o Leste Asiático.

O Mercosul exibe um aumento considerável em volume de desembolsos durante a década 1986-1996, apresentando esta variável altas taxas de crescimento anual e crescente participação no montante total, principalmente a partir de 1993. É sintomático que os desembolsos tenham atingido mais de US\$ 50 bilhões em 1996 em contraposição a uma média de US\$ 7.8 bilhões até 1992. Este movimento é acompanhado de um menor crescimento em amortizações — a participação média da região mantém-se relativamente estável durante o período, enquanto o aumento em volume é bastante menor se comparado ao aumento de desembolsos destinados à região. Tais desenvolvimentos resultaram em crescentes transferências líquidas sobre a dívida para a região, mesmo com o aumento, a partir de 1993, nos pagamentos de juros (e principalmente em 1995 e 1996). Embora esta descrição não permita inferir a existência de um efeito-Mercosul, já que diversos outros fatores importantes afetaram a região no período, não se pode negar que o estabelecimento do Mercosul tenha coincidido com grandes aumentos no influxo de recursos para a região. Apesar do crescimento relativo do Mercosul, o Leste Asiático, região mais representativa no início do período estudado, apresenta inequívoca tendência positiva, tendo as transferências líquidas sobre a dívida atingido mais de US\$ 16 bilhões em 1996. A posição do Mercosul, se contraposta à do restante da América Latina, com transferências líquidas negativas durante a maior parte do período considerado, evidencia a existência de condições distintas para os quatro países constituintes do Mercosul vis-à-vis os demais países da região — em especial os maiores: México e Chile.

Entre 1993 e 1996, o montante total de desembolsos para o Mercosul, para o restante da América Latina e para o Leste Asiático foi de US\$ 123.7 bilhões, US\$ 158.3 bilhões e US\$

226.4 bilhões, respectivamente. O volume nos quatro anos anteriores (1989 a 1992) foi de US\$ 32.4 bilhões, US\$ 75 bilhões e US\$ 130 bilhões, respectivamente. As taxas de crescimento são ilustrativas em relação ao que foi dito: enquanto os desembolsos para o restante da América Latina e o Leste Asiático cresceram 111% e 74%, respectivamente, aqueles para o Mercosul sofreram um incremento de mais de 280%. Com respeito às amortizações, os fluxos entre 1989 e 1992 são de US\$ 31.1 bilhões, US\$ 52.8 bilhões e US\$ 72.3 bilhões para o Mercosul, América Latina e Leste Asiático, em comparação com US\$ 59.8 bilhões, US\$ 113.2 bilhões e US\$ 126.7 bilhões — crescimentos de 92%, 114% e 75%, respectivamente. De acordo com o enunciado, o Mercosul apresenta uma taxa de crescimento nas amortizações intermediária e o maior crescimento nos desembolsos. Em relação aos juros, os fluxos entre 1989 e 1992 correspondiam a US\$ 20.8 bilhões, US\$ 53.6 bilhões e US\$ 42.2 bilhões, respectivamente. Em contraposição, nos quatro anos seguintes os montantes totais foram US\$ 42.9 bilhões, US\$ 57.4 bilhões e US\$ 55.8 bilhões. As taxas de crescimento correspondentes foram de 106%, 7% e 32%, respectivamente. As transferências líquidas no período 1993/1996 foram de US\$ 21 bilhões, US\$ 12.3 bilhões (negativos) e US\$ 43.9 bilhões para Mercosul, América Latina e Leste Asiático. Nos quatro anos anteriores, as transferências corresponderam a US\$ 19.5 bilhões (negativos), US\$ 31.4 bilhões (negativos) e US\$ 15.5 bilhões, evidenciando a enorme melhora desfrutada pelo Mercosul em comparação às outras duas regiões.

Pode-se extrair ainda algumas conclusões a respeito das taxas de juros e prazos sobre os empréstimos a partir de estatísticas divulgadas pelo Banco Mundial na publicação *Global Development Finance*, 1998. Para isso, utilizam-se os termos médios dos compromissos novos a cada ano entre 1980 e 1996. Novos compromissos englobam o montante total de empréstimos a devedores públicos ou garantidos pelo setor público cujos contratos tenham sido assinados no ano em questão. Contratos referentes a empréstimos a tomadores privados sem garantias do setor público não são considerados nesta rubrica. Deve-se ressaltar, além disso, que a assinatura de contratos em um determinado ano não necessariamente implica a ocorrência de desembolsos neste mesmo ano.

TAXAS DE JUROS E PRAZOS MÉDIOS DOS NOVOS COMPROMISSOS<sup>8</sup>

<b>Taxa de Juros Anual Média (%):</b>	<b>1980-1989</b>	<b>1990-1996</b>
<b>Total:</b>		
Mercosul	10.45	7.63
Resto da Am. Latina	10.35	7.09
Ásia	7.78	5.64
<b>Credores Oficiais:</b>		
Mercosul	9.00	6.84
Resto da Am. Latina	8.43	7.16
Ásia	6.92	4.93
<b>Credores Privados:</b>		
Mercosul	10.98	8.12
Resto da Am. Latina	11.12	6.83
Ásia	8.78	6.63
<b>Prazo Médio (anos):</b>		
<b>Total:</b>		
Mercosul	11.49	11.13
Resto da Am. Latina	11.19	11.89
Ásia	17.14	18.79
<b>Credores Oficiais:</b>		
Mercosul	14.20	17.42
Resto da Am. Latina	15.09	15.44
Ásia	21.93	21.61
<b>Credores Privados:</b>		
Mercosul	9.22	5.29
Resto da Am. Latina	8.59	7.34
Ásia	11.47	13.17

Para cada país a taxa de juros e prazo médios no ano são obtidos ponderando-se os termos de cada compromisso pelo montante de cada operação. A tabela acima agrega os países em três regiões ponderando os termos médios de cada país pelo montante de suas dívidas de longo prazo naquele ano. Mercosul compreende Brasil, Argentina, Paraguai e Uruguai; o Resto da América Latina engloba México, Venezuela, Peru e Chile; e Ásia é a média de Tailândia, Indonésia e Malásia.

Como se pode concluir da tabela acima, as taxas anuais médias pagas pelos países do Mercosul sofreram uma redução significativa entre as décadas de oitenta e noventa. Não se

<sup>8</sup> Gráficos com as observações anuais de taxas de juros e prazos médios são apresentados em “Efeitos da Consolidação do Mercado nos Mecanismos de Captação de Poupança Externa”, Contrato Cepal N° CLA/98 – 1677, Apêndice 3. Maio de 2000.

pode dizer que a constituição do Mercosul tenha tido alguma influência neste fenômeno, uma vez que a média das taxas requeridas aos demais países da América Latina foram bastante semelhantes nestes dois períodos. Constata-se ainda que os países asiáticos considerados desfrutaram de termos mais vantajosos em ambas as décadas, tendo também sofrido redução em suas taxas, embora esta tenha sido menor do que a observada para os países latino-americanos. Esta relação permanece quando se separam os empréstimos concedidos entre credores oficiais e privados. O comportamento das taxas para os países do Mercosul e para os demais países da América Latina sugere que a constituição do Mercosul teve, no máximo, um papel secundário na redução das taxas de juros observadas.

Quando se passa a examinar o prazo médio dos novos compromissos, a superioridade dos termos obtidos pelos compromissos assumidos pelas nações asiáticas consideradas continua aparente. Enquanto é visível a melhora nas condições concedidas aos países do Mercosul pelos credores oficiais em relação aos outros países latino-americanos, ambos tiveram o prazo dos novos compromissos a credores privados reduzidos na década de noventa, tendo sido a redução para os países do Mercosul ainda maior. Assim, reforça-se a conclusão anterior que a constituição do Mercosul não teve maior impacto na melhoria das condições que teriam sido obtidas na ausência do bloco.

### **III. ESTUDOS DE EVENTOS**

#### **III.1 INTRODUÇÃO :**

O objetivo deste capítulo é determinar se os eventos que marcaram a história do Mercosul tiveram algum impacto fora do normal sobre os retornos dos títulos dos países componentes do bloco. São analisados cinco eventos de relevância para o Mercosul que se estendem de 1994 a 1997, relacionados na tabela 1 da seção III.3. Buscou-se escolher eventos marcantes para a formação e consolidação do Mercosul a partir de uma pré-seleção de episódios relacionados ao bloco noticiados em veículos de comunicação de grande circulação e especializados. Além dos cinco eventos tratados, haveria dados suficientes para incluir também a assinatura do Tratado de Ouro Preto, em dezembro de 1994. No entanto, optou-se por excluí-lo do universo analisado por coincidir com a crise mexicana, o que desqualifica o comportamento dos ativos nesta época exclusivamente como reação a

eventos de importância particular ao bloco comercial. Assim, foram utilizados títulos negociados de emissores públicos e corporativos de Brasil e Argentina na época das cinco datas especificadas. Para os demais países do bloco não foi possível encontrar emissões negociadas no mercado secundário no período estudado.

Os resultados obtidos apontam para a inexistência de comportamentos "anormais" por parte dos ativos durante os eventos considerados, o que é consistente com a interpretação segundo a qual a consolidação do Mercosul não teve efeito significativo sobre os retornos dos ativos financeiros dos países do bloco comercial.

### III.2 METODOLOGIA :

A metodologia aqui adotada analisa a resposta do prêmio ("yield spread") dos títulos em dólar a anúncios relacionados a eventos de importância particular ao Mercosul. Assim sendo, optou-se por excluir as observações referentes à assinatura do Tratado de Ouro Preto por ser este evento superposto à crise mexicana de dezembro de 1994. Analisar o comportamento dos ativos na vizinhança deste evento não permitiria distinguir exatamente se os retornos observados estariam reagindo à crise mexicana ou à assinatura do tratado<sup>9</sup>. As janelas de observação se estendem de 36 dias antes do evento a 14 dias após o evento, totalizando 51 observações ao se incluir a data do evento.

A metodologia normalmente concentrar-se-ia nos retornos anormais após a correção dos prêmios com um modelo de mercado que relacionasse a taxa de retorno do país ao respectivo *benchmark*. Tal método foi testado para um dos eventos aqui incluídos, mas os resultados ali obtidos são pouco conclusivos<sup>10</sup>. Preferiu-se, alternativamente, adotar a metodologia utilizada por Larraín, Reisen e von Maltzan (1997).

Segundo tal metodologia, mediu-se o comportamento dos prêmios relativos ("spreads" como fração da taxa paga pelo título do Tesouro norte-americano de mesmo prazo) para os

---

<sup>9</sup> Trata-se de um exemplo clássico de falta de identificação econométrica.

<sup>10</sup> Ver "Efeitos da Consolidação do Mercado nos Mecanismos de Captação de Poupança Externa", Contrato Cepal N° CLA/98 – 1677, Apêndice 3. Maio de 2000.

ativos em consideração na época do evento analisado. Para cada ativo calculou-se a razão entre o prêmio pago e a taxa paga pelo título *benchmark* de mesmo prazo. Em cada dia da janela observada, tomou-se a média dos prêmios relativos de todos os ativos. Este procedimento justifica-se por haver mais de um ativo para cada evento, introduzindo problemas de correlação contemporânea entre a realização dos retornos anormais dos ativos (*clustering*) tornando inadequados os esquemas usualmente adotados em estudos de eventos em que se adota a suposição de que os retornos anormais sejam não correlacionados entre si. Conforme exposto em Campbell, Lo e MacKinlay (1997), este problema pode ser acomodado agregando-se os retornos anormais em um *portfólio* e usando-se a análise ao nível do ativo individual para esta série. Este tratamento permite que haja correlação contemporânea entre os retornos anormais e é essencialmente o tratamento aqui adotado. A variação dos spreads relativos é sujeita a um teste estatístico em várias sub-janelas sob a hipótese nula de que a resposta dos ativos seja nula e que as variações diárias não sejam serialmente correlacionadas. Neste estágio, os cálculos seguem basicamente Holthausen e Leftwich (1986)<sup>11</sup>.

### III.3 DADOS:

Os dados referentes às cotações em mercado secundário de cada título bem como às taxas referentes aos títulos do Tesouro norte-americano foram obtidos do banco de dados construído a partir de informações provenientes do sistema Bloomberg.

São utilizados 116 (cento e dezesseis) títulos governamentais e corporativos de Argentina e Brasil, incluindo Bradies. Os títulos estão relacionados na Tabela 1.

---

<sup>11</sup> Cabe aqui observar que o resultado não está imune à escolha metodológica. Como se pode notar em “Efeitos da Consolidação do Mercado nos Mecanismos de Captação da Poupança Externa”, Contrato Cepal N°CLA/98 – 1677 ,Apêndice 3, Maio de 2000, que lançou mão de uma metodologia distinta na análise de um único evento, uma metodologia diferente pode levar a conclusões diopostas às obtidas aqui. Sem embargo, temos confiança que optamos pela metodologia que melhor atende aos nossos interesses de pesquisa.

**TABELA 1**

**TÍTULOS UTILIZADOS NOS ESTUDOS DE EVENTOS**

<b>Evento</b>	<b>Ativo</b>	<b>País</b>	<b>Corp./Públ.</b>
<b>Medida Argentina Anulando Vantagens Comerciais Brasileiras (18/05/94)</b>	BAN RIO PLATA 9.125 3/31/95	Arg	Corporativo
	PETARG 11 2/9/98	Arg	Corporativo
	TASFT 8.375 10/18/0	Arg	Corporativo
	CITIBANK NA 9.25 3/18/95	Brasil	Corporativo
	BANCO NACIONAL 8.5 7/22/96	Brasil	Corporativo
	IDU	Brasil	Corporativo
	ARG 8.25 8/2/0	Arg	Público
	FRB	Arg	Público
<b>Antecipação de Redução de Tarifas de Importação pelo Brasil (23/09/94)</b>	BAMERINDUS 9.25 1/27/99	Brasil	Corporativo
	BANCO MULTIPLIC 10 3/28/96	Brasil	Corporativo
	BANCO PACTUAL 9.25 1/20/96	Brasil	Corporativo
	BANCO SAFRA 8 9/17/96	Brasil	Corporativo
	SAFRA 8.625 6/3/98	Brasil	Corporativo
	BANESPA 11 6/17/96	Brasil	Corporativo
	BNDES 9.375 6/26/98	Brasil	Corporativo
	BNDES 10.375 4/27/98	Brasil	Corporativo
	BANCO CCF BRAZIL 9.5 5/3/96	Brasil	Corporativo
	COPENE PETROQUIM 10.5 3/25/98	Arg	Corporativo
	BANCO NACIONAL 8.5 7/22/96	Arg	Corporativo
	BANCO NACION ARG 9 2/25/96	Arg	Corporativo
	BAN RIO PLATA 9.125 3/31/95	Arg	Corporativo
	BUENOS AIRES PROV 9.5 7/14/97	Arg	Corporativo
	COMP NAV PEREZ 7.25 10/25/96	Arg	Corporativo
	BANCO CRED LYON 7.5 10/4/96	Arg	Corporativo
	LOMA NEGRA 9.875 5/4/98	Arg	Corporativo
	PETARG 11 2/9/98	Arg	Corporativo
	TASFT 8.375 10/18/0	Arg	Corporativo
	TELECOM ARG 8.875 5/30/7	Arg	Corporativo
	TEL ARG 8.375 10/1/0	Arg	Corporativo
	TRANSPORT DE GAS 7.75 12/23/98	Arg	Corporativo
	IDU	Brasil	Público
	C-BOND	Brasil	Público
	PAR	Brasil	Público
	DISC	Brasil	Público
	EI	Brasil	Público
	PAR	Arg	Público
FRB	Arg	Público	

<b>Evento</b>	<b>Ativo</b>	<b>País</b>	<b>Corp./Públ.</b>
<b>Limite de Financiamento às Importações (27/03/97)</b>	BANCO ABN AMRO 8.125 2/23/98	Brasil	Corporativo
	ACESITA 11.125 10/15/4	Brasil	Corporativo
	BASF 9.25 5/27/98	Brasil	Corporativo
	BASF 9.5 7/27/98	Brasil	Corporativo
	CIA HERING 12 10/16/4	Brasil	Corporativo
	CVRD 10 4/2/4	Brasil	Corporativo
	ELETROBRAS 10 10/30/98	Brasil	Corporativo
	ELETROBRAS 10 1/8/99	Brasil	Corporativo
	FORD BRAZIL LTDA 9.125 11/8/4	Brasil	Corporativo
	BANCO FIBRA 10.5 12/13/4	Brasil	Corporativo
	PETRO DISTRIBUIDORA 7.5 11/28/97	Brasil	Corporativo
	OPP PETROQUIMICA 11 10/29/4	Brasil	Corporativo
	SAFRA 9.5 11/10/3	Brasil	Corporativo
	ARG 11 10/9/6	Arg	Público
	ARG 10.95 11/1/99	Arg	Público
	ARG 9.25 2/23/1	Arg	Público
	ARG 8.375 12/20/3	Arg	Público
	ARG 8.25 8/2/0	Arg	Público
	BAN RIO PLATA 8.75 12/15/3	Arg	Corporativo
	BANCO TORNQUIST 8.75 12/18/98	Arg	Corporativo
	BANCO HIPOT NAC 10.625 3/29/99	Arg	Corporativo
	BNCSUD 9.25 12/13/99	Arg	Corporativo
	BUENOS AIRES PROV 10 03/05/01	Arg	Público
	SOC COM DE PLATA 11.5 5/9/0	Arg	Corporativo
	CENTRAL PUERTO 10.7 8/1/1	Arg	Corporativo
	EDNOR 9.75 12/4/1	Arg	Corporativo
	PETARG 11 2/9/98	Arg	Corporativo
	TASFT 8.375 10/18/0	Arg	Corporativo
	TELECOM ARG 8.875 5/30/7	Arg	Corporativo
	TELEARG 9 8/4/97	Arg	Corporativo
	TELECOM ARG 12 11/15/2	Arg	Corporativo
	TEL ARG 8.375 10/1/0	Arg	Corporativo
	TELARG 11.875 11/1/4	Arg	Corporativo
	TRANSENER 9.625 7/15/99	Arg	Corporativo
	PAR	Arg	Público
	DISC	Arg	Público
	FRB	Arg	Público
	IDU	Brasil	Público
	C-BOND	Brasil	Público
	PAR	Brasil	Público
DISC	Brasil	Público	
EI	Brasil	Público	
DCB	Brasil	Público	
NMB1994	Brasil	Público	

<b>Evento</b>	<b>Ativo</b>	<b>País</b>	<b>Corp./Públ.</b>
<b>Aumento das Alíquotas de Importação de Automóveis (29/3/95)</b>	PETARG 11 2/9/98	Arg	Corporativo
	BASF 9.25 5/27/98	Brasil	Corporativo
	BAMERINDUS 9.25 1/27/99	Brasil	Corporativo
	IDU	Brasil	Público
	C-BOND	Brasil	Público
	PAR	Brasil	Público
	DISC	Brasil	Público
	EI	Brasil	Público
	PAR	Arg	Público
<b>Retirada das Cotas Extraordinárias (30/11/95)</b>	AMOCO ARG 6.625 9/15/5	Arg	Corporativo
	BANCO DE GALICIA 9 11/1/3	Arg	Corporativo
	PETARG 11 2/9/98	Arg	Corporativo
	TASFT 8.375 10/18/0	Arg	Corporativo
	TELARG 11.875 11/1/4	Arg	Corporativo
	YPF 8 2/15/4	Arg	Corporativo
	CIBA-GEIGY CHEM 8.875 10/31/97	Brasil	Corporativo
	BANCO DO NORDESTE 9 11/12/96	Brasil	Corporativo
	ELETROBRAS 10 10/30/98	Brasil	Corporativo
	BASF 9.5 7/27/98	Brasil	Corporativo
	BASF 9.25 5/27/98	Brasil	Corporativo
	ARG 10.95 11/1/99	Arg	Público
	ARG 8.375 12/20/3	Arg	Público
	ARG 8.25 8/2/0	Arg	Público
	PAR	Arg	Público
	FRB	Arg	Público
	IDU	Brasil	Público
	C-BOND	Brasil	Público
	PAR	Brasil	Público
	DISC	Brasil	Público
EI	Brasil	Público	

### III.4 RESULTADOS:

Os resultados obtidos são reportados nas tabelas abaixo. A estatística  $t$  é obtida dividindo-se a variação acumulada no sub-período considerado pela variância estimada durante o período, dada pelo produto entre o desvio padrão das variações diárias e a raiz quadrada do número de dias no sub-período considerado<sup>12</sup> — onde considera-se que as variações diárias

<sup>12</sup> Ou seja, a estatística  $t$  é calculada segundo a seguinte fórmula:

$$\text{Varacum} / \mathbf{s} \sqrt{T},$$

onde *Varacum* é a variação acumulada,  $\mathbf{s}$  é o desvio-padrão das variações diárias e  $T$  é o número de dias no

não são correlacionadas serialmente. Como se pode constatar a variação acumulada não é estatisticamente diferente de zero em nenhum dos sub-períodos mesmo ao nível de 10% de significância.

<b>Eventos Mercosul</b>		
	Varição	Estatística-t
	Acumulada	
-35 a -31	-0,013	( -0,7282 )
-30 a -21	-0,0088	( -0,3486 )
-20 a -11	0,0276	( 1,0932 )
-10 a -1	-0,0354	( -1,4022 )
0 a 4	-0,0152	( -0,8514 )
5 a 15	-0,0117	( -0,4634 )

Dia	Média dos Spreads Relativos	Varição Diária
-36	0,719784024	--
-35	0,710595905	-0,00919
-34	0,713260591	0,002665
-33	0,707657649	-0,0056
-32	0,708516321	0,000859
-31	0,706781772	-0,00173
-30	0,710578056	0,003796
-29	0,703994942	-0,00658
-28	0,700449827	-0,00355
-27	0,706093755	0,005644
-26	0,707303101	0,001209
-25	0,709615705	0,002313
-24	0,705904134	-0,00371
-23	0,702970336	-0,00293
-22	0,705661247	0,002691
Dia	Média dos Spreads Relativos	Varição Diária
-21	0,697949361	-0,00771
-20	0,71403717	0,016088
-19	0,721314839	0,007278
-18	0,720051503	-0,00126
-17	0,722949333	0,002898
-16	0,745882798	0,022933
-15	0,750609903	0,004727
-14	0,759109514	0,0085
-13	0,749096078	-0,01001
-12	0,739276868	-0,00982
-11	0,725585905	-0,01369
-10	0,715947644	-0,00964

sub-período considerado.

-9	0,719157404	0,00321
-8	0,722880334	0,003723
-7	0,718243861	-0,00464
-6	0,71716312	-0,00108
-5	0,703888511	-0,01327
-4	0,703548259	-0,00034
-3	0,70093116	-0,00262
-2	0,692629951	-0,0083
-1	0,690138829	-0,00249
<b>0</b>	<b>0,683148178</b>	<b>-0,00699</b>
1	0,682302021	-0,00085
2	0,682851501	0,000549
3	0,685448413	0,002597
4	0,674979397	-0,01047
5	0,675597802	0,000618
6	0,66858514	-0,00701
7	0,669826032	0,001241
8	0,664085452	-0,00574
9	0,665687566	0,001602
10	0,66769306	0,002005
11	0,686176991	0,018484
12	0,662952134	-0,02322
13	0,66324858	0,000296
14	0,663235781	-1,3E-05

### III.5 CONCLUSÃO:

Os eventos aqui examinados apontam para a inexistência de comportamentos anormais após a realização dos mesmos. Os ativos aqui enumerados, emitidos por Brasil e Argentina, não apresentam reação sistemática aos eventos colocados.

Tal comportamento é consistente com a inexistência de um "efeito-Mercosul" sobre os retornos dos títulos do bloco comercial. Os títulos de diversos mercados emergentes reagiram anormalmente de maneira muito significativa quando das crises financeiras internacionais. Isto atesta a eficácia do método econométrico aqui utilizado<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Ver "Efeitos da Consolidação do Mercado nos Mecanismos de Captação de Poupança Externa", Contrato Cepal N°CLA/98 – 1677, Apêndice 4. Maio de 2000.

## IV. PRÊMIO DE RISCO E FLUXOS DE CAPITAIS

### IV.1 ESTIMAÇÕES INICIAIS:

Parte dos movimentos de capitais deve-se ao diferencial de juros entre países. O diferencial de juros entre dois países pode ser medido de várias formas. Pode-se, por exemplo, calcular a diferença entre as taxas nominais ou entre as taxas reais. Prefere-se aqui calcular o diferencial da paridade coberta das taxas de juros (DPC). O DPC indica o ganho **acima da taxa de juros internacional** que um investidor estrangeiro teria ao investir em renda fixa no Brasil, **sem correr o risco de desvalorização cambial**.

O Diferencial da Paridade Coberta da Taxa de Juros (DPC) observado é normalmente tomado como uma estimativa do risco-país. Sua evolução fornece uma aproximação para o retorno adicional exigido pelos investidores externos. Segundo Frankel, o DPC capta os riscos e encargos relacionados a custos de transação, informação, controles de capital, leis tributárias que discriminem conforme o país de residência, possibilidade de *default* e risco de controles de capital futuros<sup>14</sup>, de forma a estimular os investidores externos a investir nos ativos domésticos do país. A evidência empírica arrolada por Frankel mostra que países com DPC positivo tenderam a impor restrições à entrada de capitais, enquanto países com DPC negativo (repressão financeira) tenderam a impor restrições à saída de capitais.

No entanto, o DPC é uma medida do risco-país apenas em equilíbrio, quando os investidores estão plenamente satisfeitos com as alocações de seus portfólios, ou seja, quando não há fluxos de capitais. Para que se possa avaliar mais acuradamente o prêmio exigido pelos investidores, deve-se corrigir os valores observados de acordo com o movimento dos capitais destinados a tais ativos. Para uma determinada observação do Diferencial Coberto da Taxa de Juros (DPC), um fluxo negativo (positivo) dos capitais direcionados a tais instrumentos indica que o retorno adicional observado é insuficiente (excessivo), indicando que o verdadeiro valor desejado deveria ser maior (menor) do que o observado.

---

<sup>14</sup> Vide J. Frankel, "Quantifying International Capital Mobility in the 1980s" in B. Bernheim and J. Shoven, eds., *National Saving and Economic Performance*, 1990.

Por exemplo, quando os juros foram significativamente elevados no Brasil imediatamente após a crise asiática de outubro de 1997, sobreveio um maciço ingresso de capitais especulativos de curto prazo nos meses seguintes. Ou seja, dada a percepção de risco do mercado internacional após a crise asiática, a elevação dos juros realizada pelo Banco Central do Brasil mais do que compensou por alguns meses o aumento do risco percebido pelos investidores. Durante esse período—que durou até o início de maio de 1998, quando sobreveio a crise russa, aumentou o volume de riqueza que os investidores internacionais quiseram alocar em ativos de renda-fixa no Brasil, o que originou uma realocação de portfólio, consubstanciada na entrada de investimentos de portfólio, a qual ocasionou a acumulação de reservas internacionais no Banco Central.<sup>15</sup>

Assim sendo, propomos aqui uma forma de computar o risco-país que corrige pelo efeito do fluxo de capitais induzido, a qual está exposta a seguir. Alguns procedimentos econométricos foram aqui utilizados para estimar o Diferencial Coberto da Taxa de Juros (DPC) exigido. Para tal, toma-se o Diferencial Coberto da Taxa de Juros (DPC) observado a partir de taxas de juros mensais referentes a títulos públicos brasileiros ( $i$ ), das taxas de juros pagas por títulos de curto-prazo (seis meses) emitidos pelo Tesouro norte-americano ( $i^*$ ) e da diferença percentual entre as cotações do contrato futuro de câmbio negociado na BMF e no mercado à vista ( $f$ ) segundo a fórmula:

$$DPC = \left[ \frac{(1+i)}{(1+f) \times (1+i^*)} - 1 \right] \times 100$$

---

<sup>15</sup> As reservas internacionais, no conceito de liquidez internacional, passaram de US\$52.035 milhões em novembro de 1997 para US\$74.656 milhões em abril de 1998 (dados de final de mês; vide <http://www.bcb.gov.br/htmls/notecon1.htm>).

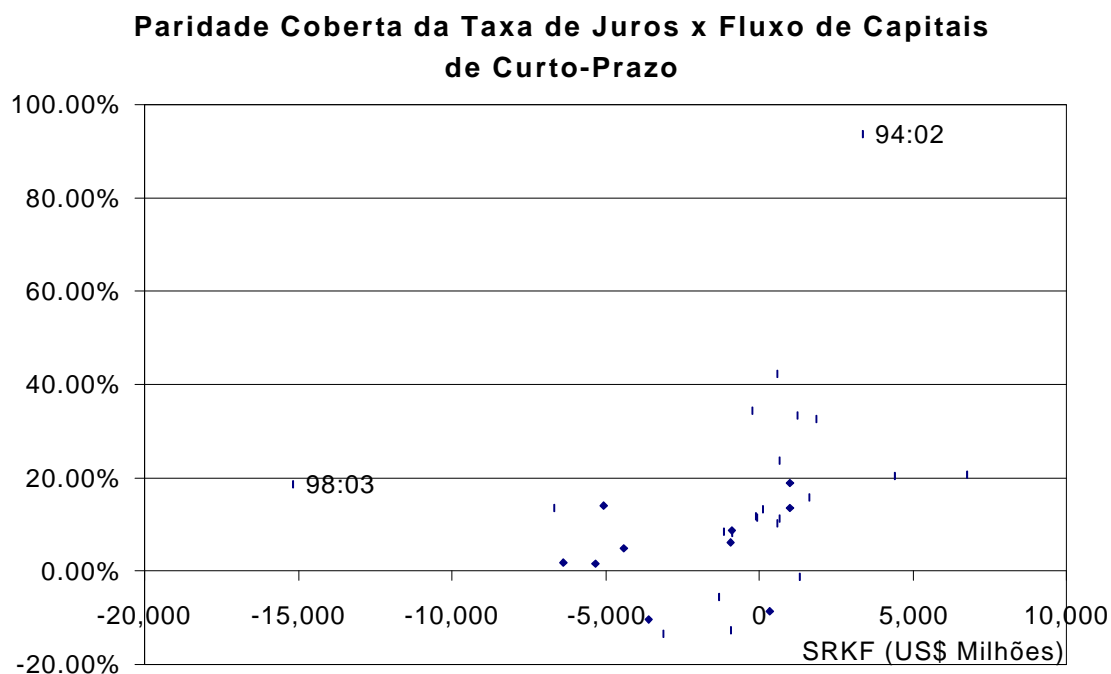
Estas observações foram então regredidas nos dados referentes à entrada e saída trimestral de capitais de curto prazo (SRKF) retirados das contas do Balanço de Pagamentos reportadas nos Boletins Mensais do Banco Central do Brasil<sup>16</sup>.

É necessário notar entretanto que, ao mesmo tempo em que o Diferencial Coberto da Taxa de Juros (DPC) responde ao fluxo de capitais, estes reagem às variações do DPC. Dessa endogeneidade podem surgir problemas econométricos que potencialmente venham a prejudicar a qualidade dos estimadores visados, trazendo-lhes viés estatístico. Para amenizar tais inconvenientes utilizaram-se as observações de Diferencial Coberto da Taxa de Juros do último mês de cada trimestre, em vez de observações do primeiro mês ou combinações de todos os meses do trimestre. Com isso espera-se tornar a série de fluxos de capital o mais exógena possível sem a necessidade de recorrermos a alguma especificação para um modelo estrutural que possa ser estimado por equações simultâneas ou outra técnica similar. O Gráfico 1 sugere a relação entre o Diferencial Coberto da Taxa de Juros (DPC) e do fluxo de capitais de curto prazo (SRKF).

---

<sup>16</sup> Os dados referentes ao fluxo de capitais são os Capitais a Curto Prazo (Financiamentos) obtidos no Balanço de Pagamentos publicado no Boletim Mensal do Banco Central. A taxa de juros doméstica refere-se à média mensal das taxas *overnight* diárias de Títulos Públicos divulgada pela Sinopse da Andima (até Jan/98) e pela publicação Dinheiro Vivo (de Jan/98 em diante). A taxa de câmbio utilizada é a PTAX do primeiro dia do mês, bem como a cotação do contrato futuro referente ao primeiro vencimento disponível. A taxa de juros externa é a taxa paga pelos títulos de seis meses do Tesouro norte-americano.

**Gráfico 1**



Inicialmente a estimação foi realizada excluindo-se da amostra duas observações aberrantes referentes a 1994:2 e 1998:3<sup>17</sup>. Como se pode constatar pelos resultados reportados na Tabela 2, a estimação apresenta correlação serial entre os resíduos obtidos — a estatística Durbin-Watson de 0.90 sugere a existência de correlação negativa. Para tratar do problema atribuiu-se uma estrutura autoregressiva de primeira ordem aos resíduos. A estimação deste segundo modelo é reportada na Tabela 3.

<sup>17</sup> Os resultados da estimação com a amostra completa são apresentados em “Efeitos da Consolidação do Mercado nos Mecanismos de Captação de Poupança Externa”, Contrato Cepal N°CLA/98 – 1677, Apêndice 5. Maio de 2000.

**Tabela 2**

Dependent Variable: DPC				
Method: Least Squares				
Date: 09/23/99 Time: 12:01				
Sample: 1991:1 1994:1 1994:3 1998:2 1998:4 1998:4				
Included observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.26294	2.403924	5.101218	0.0000
SRKF	1.975043	0.807345	2.446343	0.0210
R-squared	0.176097	Mean dependent var		11.01833
Adjusted R-squared	0.146672	S.D. dependent var		13.93069
S.E. of regression	12.86858	Akaike info criterion		8.011795
Sum squared resid	4636.808	Schwarz criterion		8.105208
Log likelihood	-118.1769	F-statistic		5.984593
Durbin-Watson stat	0.898703	Prob(F-statistic)		0.020970

**Tabela 3**

Dependent Variable: DPC				
Method: Least Squares				
Date: 09/23/99 Time: 13:32				
Sample(adjusted): 1991:2 1994:1 1994:3 1998:2 1998:4 1998:4				
Included observations: 29 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 3 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.53965	2.895140	4.331275	0.0002
SRKF	2.094522	0.885926	2.364218	0.0258
AR(1)	0.215482	0.121890	1.767834	0.0888
R-squared	0.246014	Mean dependent var		11.86138
Adjusted R-squared	0.188015	S.D. dependent var		13.37579
S.E. of regression	12.05295	Akaike info criterion		7.914193
Sum squared resid	3777.113	Schwarz criterion		8.055637
Log likelihood	-111.7558	F-statistic		4.241698
Durbin-Watson stat	1.140742	Prob(F-statistic)		0.025452
Inverted AR Roots	.22			

O efeito do fluxo de capitais é, portanto, captado na regressão anterior pelo termo SRKF, que é uma medida dos fluxos de capital que responderiam ao diferencial dos juros. Assim, ao se deduzir do DPC anteriormente calculado o efeito dos fluxos de capital obtém-se a medida corrigida do risco- país. Percebe-se facilmente que retirar-se do DPC o efeito dos

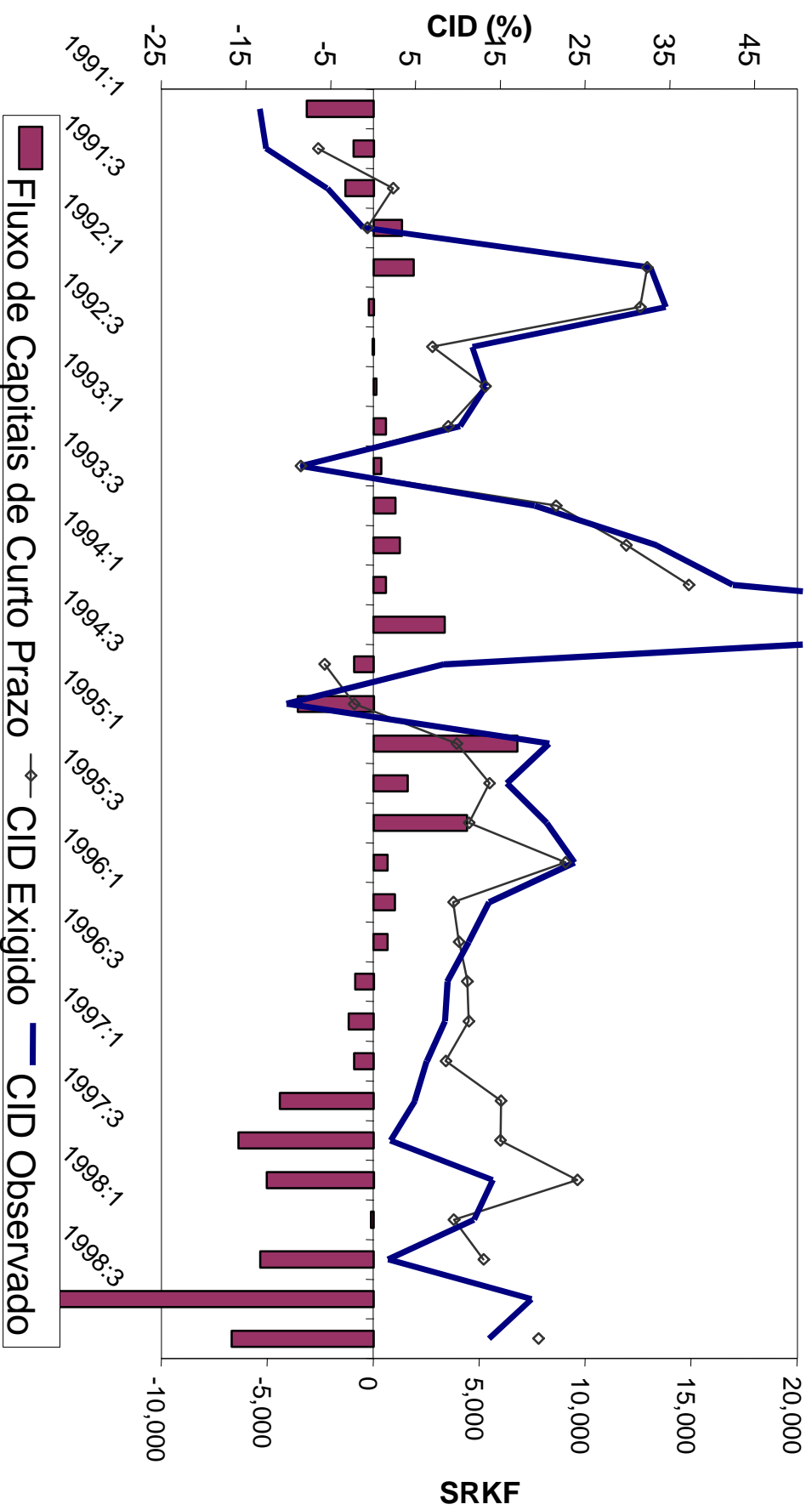
fluxos de capital é contabilmente equivalente a somar-se ao intercepto estimado o resíduo da regressão.

O Gráfico 2 abaixo retrata a evolução da soma do intercepto estimado com os resíduos de cada período, refletindo o Diferencial Coberto da Taxa de Juros (DPC) correspondente a um fluxo de capitais de curto prazo nulo no trimestre em questão, que é a medida corrigida do risco- país. Como se pode constatar no gráfico apresentado, o Diferencial Coberto da Taxa de Juros (DPC) “exigido” é superior (inferior) ao Diferencial Coberto da Taxa de Juros (DPC) “observado” quando o fluxo de capitais de curto-prazo é negativo (positivo) no trimestre, como exposto na discussão acima.

Em outras palavras, o risco- país, denotado pela linha fina com losangos, é subestimado pelo Diferencial da Paridade Coberta da Taxa de Juros (DPC) quando há fuga de capital, e é superestimado pelo DPC quando há entrada líquida positiva de capitais de curto prazo.

A extensão desta análise aos demais países do Mercosul não foi ainda possível. Infelizmente, apesar de várias tentativas com múltiplas fontes, não foi possível obter os dados necessários desagregados de fluxos de capitais e taxas de juros para a Argentina e para o Uruguai cobrindo um período suficientemente longo (desde o final dos anos 80).

## Paridade Coberta da Taxa de Juros e Fluxo de Capitais de Curto Prazo



## **V. CONCLUSÃO**

O objetivo deste trabalho foi avaliar o impacto da instauração e consolidação no Mercosul sobre os fluxos de capital externo para os países do bloco. O estudo subdividiu-se em duas partes. A primeira parte analisou o tamanho e a composição dos fluxos de capitais para os países do bloco, e a segunda, os “yields” (retornos) de tais investimentos estrangeiros. Assim, buscou-se quantificar o impacto do Mercosul sobre os preços e as quantidades envolvidas na captação de poupança externa.

Os resultados obtidos, principalmente os estudos de eventos, não parecem corroborar a hipótese da existência de um efeito Mercosul. Se tal efeito existe, talvez ele seja pequeno, ou tenha sido já absorvido pelos mercados, de sorte que os eventos associados à consolidação do Mercosul até agora existentes não parecem ter tido efeito significativo sobre os retornos dos instrumentos de dívida dos países da região.

## VI. REFERÊNCIAS

- Calvo, G.A., Leiderman, L. and Reinhart, C.M., [1992]. "Capital Inflows and Real Exchange Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", IMF Working Paper WP/92/62 .
- Calvo, G.A., Leiderman, L. and Reinhart, C.M., [1994]. "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues", *Contemporary Economic Policy*, XII, July
- Campbell, J., A Lo e A MacKinlay [1997]. *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Frankel, J. A. [1991]. "Quantifying International Capital Mobility in the 1980's", In: B. D. Bernheim and J. B. Shoven, editors. *National Saving and Economic Performance*. Chicago, USA: University of Chicago Press.
- Holthausen, R. e R. Leftwich, "The effect of bond rating changes on common stock prices", 1986, *Journal of Financial Economics* 17, 57-89.
- Ingram, R., L. Brooks e R. Copeland, [1993]. The information content of municipal bond rating changes: A note, *Journal of Finance* 38, 997-1003.
- Katz, S., [1974]. The price adjustment process of bonds to rating reclassifications: a test of bond market efficiency, *Journal of Finance* 29, 551-559
- Larraín, G., H. Reisen e J. von Maltzan, [1997]. "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings", OECD Development Center TP No. 124
- Schipper, K. e Thompson, R., The impact of merger-related regulations on the shareholders of acquiring firms, *Journal of Accounting Research* 21, 184-221

## APÊNDICE 1 - CLASSIFICAÇÃO DOS PAÍSES POR REGIÕES

Os dados seguem a classificação sugerida pelo Global Development Finance (CD-Rom), publicação do IBRD (International Bank for Reconstruction and Development). A tabela abaixo apresenta a divisão regional utilizada:

<b>Mercosul</b>	Brasil; Argentina; Paraguai; Uruguai
<b>Resto da América Latina</b>	Barbados; Belize; Bolívia; Chile; Colômbia; Costa Rica; República Dominicana; Equador; El Salvador; Granada; Guatemala; Guiana; Haiti; Honduras; Jamaica; México; Nicarágua; Panamá; Peru; St. Kitts and Nevis; St. Vincent e Grenadines; Trinidad e Tobago; Venezuela
<b>Leste Europeu</b>	Albânia; Bósnia; Bulgária; Croácia; ex-Tchecoslováquia; Hungria; Macedônia; Polônia; Romênia; Eslováquia; Eslovênia; Iugoslávia
<b>Ex-União Soviética</b>	Armênia; Azerbaijão; Bielorrússia; Estônia; Geórgia; Kasaquistão; Kyrgyz Republic; Letônia; Lituânia; Moldávia; Rússia; Tadjiquistão; Turcomenistão; Ucrânia; Uzbequistão
<b>Resto da Europa</b>	Turquia; Malta
<b>Oriente Médio</b>	Jordânia; Líbano; Oman; Síria; Iêmen; Irã
<b>África Setentrional</b>	Egito; Marrocos; Tunísia; Argélia
<b>África Ocidental</b>	Burquina Faso; Camarões; Cabo Verde; República Centro-Africana; Chad; Congo; Costa do Marfim; Guiné Equatorial; Gabão; Gâmbia; Gana; Guiné; Guiné

	Bissau; Libéria; Mali; Mauritânia; Níger; Nigéria; São Tomé; Senegal; Serra Leoa; Togo; Benin
<b>África Oriental</b>	Angola; Botswana; Burundi; Cômoros; Congo; Djibuti; Eritréia; Etiópia; Quênia; Lesoto; Madagascar; Malawi; Mauritius; Moçambique; Ruanda; Seycheles; Somália; África do Sul; Sudão; Suazilândia; Tanzânia; Uganda; Zâmbia; Zimbabwe
<b>Leste Asiático</b>	China; Indonésia; Lao PDR; Fidji; Malásia; Mongólia; Myanmar; Papua Nova Guiné; Filipinas; Samoa; Ilhas Salomão; Filipinas; Tailândia; Tonga; Vanuatu; Vietnã.
<b>Sul Asiático</b>	Bangladesh; Butão; Índia; Maldivas; Nepal; Paquistão; Sri Lanka