
PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ORIGINAL SIN: UMA NOVA ANÁLISE

Ricardo Batista Câmara Leal

Nº de matrícula: 0412603-8

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Novembro de 2007

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ORIGINAL SIN: UMA NOVA ANÁLISE

Ricardo Batista Câmara Leal

Nº de matrícula: 0412603-8

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Novembro de 2007

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri, para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Ricardo Batista Câmara Leal

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Agradecimentos:

Agradeço ao meu pai pela ajuda.

Agradeço a minha família, amigos e namorada (que ajudou na revisão final) pelo apoio.

Agradeço também ao orientador desta monografia e de duas outras monografias PET minhas, o prof. Márcio Garcia.

Agradeço também o prof. Rogério Werneck, meu tutor do PET durante dois anos e meio.

ÍNDICE:

1. INTRODUÇÃO	5
2. ORIGINAL SIN.....	7
3. CAUSAS DO ORIGINAL SIN	9
3.1. RISCOS ENFRENTADOS PELOS PAÍSES EMERGENTES	9
3.1.1. <i>Risco de Preço</i>	10
3.1.2. <i>Risco de Default</i>	11
3.1.3. <i>Risco de Agência Dual</i>	12
3.2. MEDIDAS DE ORIGINAL SIN.....	13
3.2.1. <i>Os Resultados Encontrados</i>	15
4. CRÍTICAS E REDENÇÕES	19
5. CONJUNTURA ATUAL	23
5.1. BLOCO DO EURO	25
5.2. PAÍSES DESENVOLVIDOS	25
5.3. PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO.....	26
5.3.1. <i>América Latina</i>	26
5.3.2. <i>África e Oriente Médio</i>	27
5.3.3. <i>Ásia</i>	28
5.3.4. <i>Leste Europeu</i>	29
6. CONCLUSÃO	31
7. BIBLIOGRAFIA	32

1. Introdução

O *original sin* é definido por Eichengreen e Hausmann (1999) como sendo a incapacidade de um país de conseguir tomar empréstimos no exterior em sua moeda ou não conseguir emitir dívida em sua moeda internamente a longo prazo. A primeira (sua versão externa) é a mais intrigante, segundo Eichengreen e Hausmann, pois a segunda (sua versão doméstica) pode ser resolvida com políticas para o alongamento dos prazos do mercado financeiro interno. Contudo, os autores constataram que haviam muitos países que, tendo conseguido superar a versão doméstica, ainda assim não conseguiam emitir no exterior em sua moeda e que, portanto, isto era devido a algum “pecado original” que cometeu num passado distante. Assim, não haveria como superá-lo e faria com que ocorresse um descasamento cambial, pois o país produz em moeda, mas paga suas dívidas em outra. Assim fica exposto ao cenário macroeconômico externo, às reversões de fluxo de capitais e às depreciações cambiais que podem levar o sistema financeiro ao colapso e reduzir o crescimento.

Além do mais, a incapacidade de tomar emprestado em sua moeda impede que, um país atingido por um choque adverso nos termos de troca, implemente políticas monetárias e fiscais acomodatórias, pois a depreciação que se segue criaria dúvidas quanto a sua capacidade de pagamento causando um *sudden stop*. Além disso, ocorre o descasamento de maturidade, no qual o governo se financia no curto prazo, mas deve planejar políticas de longo alcance, ficando, assim, difícil planejar com foco no longo prazo, tornando-se suscetível à volatilidade de curto prazo.

Com esses problemas, a saúde financeira do país fica seriamente prejudicada, assim como seus mercados financeiros. Como o desenvolvimento de um sistema financeiro profundo traz estabilidade e desenvolvimento econômico, se este não funciona de forma eficiente, cria-se instabilidade que se mantém em um ciclo vicioso.

Para medir o *original sin*, em Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), foram criados três índices que confirmaram suas expectativas quanto à existência de uma hipótese além da explicação tradicional para a incapacidade de emissão externa em moeda doméstica para a maioria dos países. Este trabalho tenta dar prosseguimento àquele iniciado pelos autores, estendendo o período de análise para incorporar o recente período de prosperidade para verificar se os resultados destes são reforçados ou não.

Este trabalho é dividido em quatro seções. A primeira consiste numa revisão da literatura criada pelos autores mencionados, além de outros acerca do *original sin*. A segunda seção tenta mostrar as possíveis causas do *original sin* através da análise de riscos sistêmicos e dos resultados de Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003). A terceira seção faz um resumo das críticas de autores diferentes quanto à incapacidade de se enfrentar este problema através da melhora de instituições e políticas monetárias e fiscais. A última parte, por sua vez, expõe a análise dos novos dados.

2. *Original Sin*

No artigo Eichengreen e Hausmann (1999), estes destacaram uma característica marcante do mercado de títulos mundial, o fato de que poucos países conseguem emitir títulos em sua própria moeda no mercado internacional. Esta incapacidade de tomar emprestado no exterior e a prazos longos em moeda doméstica expõe estas economias a descasamentos cambiais que, por sua vez, aumentam a instabilidade financeira. Este último efeito é importante, pois é consenso de que há uma relação positiva entre o desenvolvimento de mercados financeiros e o crescimento econômico, mesmo que haja discordância quanto à direção da causalidade. Além disso, esta incapacidade dificulta a canalização de recursos de países ricos para países pobres.

Os autores chamaram esta característica de *original sin*, ou seja, “pecado original”, para significar a existência de algum pecado imemorial cometido por determinado país para que não possa mais emitir títulos a prazos longos e em moeda doméstica. A definição formal dada foi tanto do aspecto externo do *original sin* (incapacidade de emitir dívida externa em moeda doméstica), quanto do lado doméstico (incapacidade de emissão de moeda em prazos longos). Países que sofrem de ambos os tipos de *original sin* estariam mais expostos a choques adversos, pois, caso ocorra uma depreciação como consequência deste, exacerbará o problema do descasamento cambial. Além disso, tentativas de conter a depreciação da moeda através do aumento da taxa básica de juros irá piorar a situação financeira de firmas e do próprio governo, dado que não existe dívida de longo prazo pré-fixada.

No entanto, em trabalhos posteriores, focou-se mais o lado externo, que tem sido o mais persistente, já que, mesmo não sendo fácil o desenvolvimento de mercados de títulos domésticos, alguns países emergentes têm conseguido avançar neste quesito ao emitir títulos pré-fixados sem indexação ao câmbio a prazos maiores (Ex: Chile, Hungria, Brasil, Tailândia, etc.). Contudo, estes mesmos países ainda demonstravam uma incapacidade para emitir títulos externos em suas respectivas moedas e mesmo alguns desses ainda possuem parte de sua dívida interna indexada ao câmbio.

Um exemplo muito usado é o caso do Chile que já vem construindo, há duas décadas, instituições mais sólidas e seguindo políticas econômicas responsáveis, permitindo estabilização de preços e crescimento econômico. No índice de respeito às

regras a *International Country Risk Guide* (ICRG), o Chile atingiu 5 pontos de um total de 6, em 2001, resultado consideravelmente maior do que a média da América Latina de 2,9 e a média mundial de 3,8. Além disso, tem feito uso de várias políticas diferentes para reduzir sua exposição cambial. No entanto, o Chile ainda assim não conseguiu emitir internacionalmente em sua própria moeda. Dessa forma, quando este foi atingido por um choque nos termos de troca em 1998, ao invés de relaxar a política monetária e fiscal, deixar o câmbio se depreciar e financiar seu crescente déficit externo, emitindo no mercado internacional, o que ocorreu foi um *sudden stop* no influxo de capitais, forçando-o a cortar suas importações em 22% e fazendo o crescimento do PIB cair de 6,8 %, em 1997, para -0,8%, em 1999.

Assim, focando no lado externo do *original sin*, Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) mostraram que dos quase US\$ 5,8 trilhões em títulos emitidos em mercados internacionais no período de 1999-2001, US\$ 5,6 trilhões foram emitidos em apenas cinco moedas diferentes: o dólar americano, o euro, o yen, a libra esterlina e o franco suíço. No entanto, como residentes destes países emitiram cerca de US\$ 4,5 trilhões neste período, isso nos permite concluir que a emissão dos US\$ 1,1 trilhão restante foi feita pelos demais países e organizações internacionais. Como estes últimos emitiram um total de US\$ 1,3 trilhão de dívida, observa-se que a maior parte da dívida desses países não é denominada em suas próprias moedas. Assim, os países em desenvolvimento representaram 10% de toda a dívida emitida, mas menos de 1% das denominações de moedas. Embora nota-se uma melhora da composição da dívida externa dos países do euro após a implementação desta moeda.

É observado ainda que os menores valores de *original sin* são encontrados nos centros financeiros, seguidos pelos países do euro (principalmente após a introdução deste). Apesar de os demais países desenvolvidos possuem valores mais altos, é aos países em desenvolvimento que pertencem os valores mais elevados, sendo que destes os menores valores estão na Europa Oriental e os maiores estão na América Latina. Entre os países com menos *original sin* estavam países que entrariam na União Européia e ex-colônias britânicas (esse assunto será analisado posteriormente). No mais, é percebido que os países com menos *original sin* se distribuem igualmente entre regimes de câmbio fixo, flexível e regimes intermediários (segundo um índice desenvolvido por Levy-Yeyati e Sturzenegger).

3. Causas do *Original Sin*

Para determinar as causas do *original sin* primeiro analisaremos teoricamente os riscos sistêmicos que influenciam o investidor na escolha da moeda e da jurisdição da dívida, o que ajudaria a explicar o *original sin*. Em seguida faremos como em Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) que usaram suas medidas de *original sin* para tentar determinar suas principais causas empiricamente. De forma semelhante só que sem os índices de Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), Claessens, Klingebiel e Schmuckler (2003) tentam encontrar os maiores determinantes da moeda de denominação da dívida dos países, novamente de forma empírica. No entanto, eles não encontraram os “usual suspects” (como encontrado na teoria e na análise de riscos), como instituições fracas, mercados financeiros subdesenvolvidos e políticas monetárias frouxas. Encontraram que estes, mesmo sendo necessários para a superação do *original sin*, não são suficientes para tal e que o tamanho do país (em termos de PIB) importa bastante, devido a ganhos de escala.

Analisaremos estes mais aprofundadamente em seção posterior, mas cabe aqui tentar quais são os riscos que um investidor enfrenta ao aplicar num título de um país em desenvolvimento. Para tal, começaremos com a análise de riscos sistêmicos usados por De La Torre e Schmukler (2004) primeiro para depois descrever as medidas de *original sin* e analisar os resultados encontrados nos dois trabalhos referidos acima.

3.1. Riscos Enfrentados Pelos Países Emergentes

Faltam, muitas vezes, a países em desenvolvimento, instituições maduras para manter a estabilidade macroeconômica, regulação eficiente do sistema financeiro e a credibilidade, transparência e eficiência no cumprimento de contratos. Assim, falta a estes países estrutura para reduzir riscos sistêmicos, ou seja, o conjunto de riscos não-diversificáveis através de um portfólio.

Além destes problemas institucionais relacionados à vida econômica, há outros relativos à sociedade como um todo: estabilidade democrática e credibilidade do judiciário. Existem, porém, fatores não-institucionais como, por exemplo, o tamanho do mercado em questão, que reduz as possibilidades de diversificação. Devido a essas estruturas deficientes, as crises em países emergentes tendem a se ampliar e a afetar

todas as partes de suas economias, propagando-se para o resto da sociedade. O que já não acontece em países mais desenvolvidos, onde os mecanismos de transmissão tendem, por sua vez, a atenuar os efeitos de crises para que o impacto sobre a população seja muito menor do que numa economia em desenvolvimento. A literatura econômica comprova que o aprofundamento financeiro está negativamente associado à incidência de crises, então, quando faltam as peças necessárias para que o mercado financeiro interno se desenvolva, este fica aquém das necessidades de financiamento do país.

A falta de instituições, portanto, acaba por intensificar as crises e, para o investidor, esses riscos têm de ser incluídos no preço dos títulos. São estes que fazem com que os investidores escolham entre os vários tipos de contratos (em dólar ou real; de curto ou de longo prazo, etc.) e jurisdições (doméstica ou estrangeira, sendo a doméstica, de um país em desenvolvimento e a estrangeira, de um país desenvolvido). Logo, é muito importante analisar os riscos, pois, como estes influenciam o modo pelo qual os recursos são alocados, acabam sendo os parâmetros pela qual as dívidas dos países se estruturam.

Um importante conceito que se deve levar em consideração é que os riscos sistêmicos seguem um princípio de conservação, então, ao enfrentá-los não se deve fazê-lo por força, tentando alterá-los artificialmente. Eles não dissiparão, somente se deslocarão e não haverá clareza sobre as possíveis conseqüências desse deslocamento de risco, nem se é preferível à alocação anterior. Como em De La Torre e Schmukler (2004), primeiro levamos em consideração três tipos de riscos sistêmicos: o risco de preço, o risco de *default* (que inclui a probabilidade de *default* e a perda dado o *default*) e o risco de agência dual (diluição via inflação e confisco via *default*). É, além disso, levado em conta o ponto de vista do investidor na busca da melhor forma de reduzir o risco (mecanismos de convivência).

3.1.1. Risco de Preço

O risco de preço leva em consideração a incerteza sobre os trajetos da taxa de juros (usada no combate à inflação) e de câmbio, devido a problemas de formação de expectativas ou a não concretização destas. Em princípio, devemos identificar qual dos dois riscos é o maior ou o mais volátil. Se as taxas de juros forem mais voláteis em

relação à taxa de câmbio, quer dizer que a inflação não está sob controle, então, seriam preferíveis contratos em dólar. Caso contrário, seriam melhor contratos na moeda doméstica. A jurisdição, nestes casos, não faz diferença. Em relação ao prazo do contrato, no caso de taxas de juros mais voláteis, é melhor um contrato de curto prazo, senão a inflação corrói o valor deste, enquanto que, no caso do câmbio ser mais volátil, não há preferência entre os prazos do contrato. Este risco pode ser enfrentado a partir de uma política monetária crível, de certa forma previsível e independente. No entanto, isto não é fácil de se conseguir, principalmente para países com histórico de instabilidade. “No mundo real, credibilidade monetária não é estabelecida da noite para o dia, mas o resultado de um processo, consumidor de tempo, de construção de reputação e instituições” (O. Jeanne [2002]).

3.1.2. Risco de *Default*

Temos, igualmente, o risco de *default* que tem dois componentes: a probabilidade de *default* e a perda dado o *default*. A probabilidade de *default* resulta da diminuição da capacidade de pagamento do devedor por causa de uma mudança ou na taxa de juros ou na de câmbio. O investidor também deve levar em consideração a gravidade da perda dado calote, pois há possibilidade de recuperação de parte da aplicação. Inclusive, deve se considerar também os custos de renegociação e de tramitação da ação na Justiça. Em países com deficiências jurídicas e regulatórias, esta perda tende a ser maior e o tempo de recuperação também.

Se a principal causa do risco de calote for o risco de preço causado pela volatilidade da inflação, o investidor deve preferir ou um contrato em dólar ou um contrato de longo prazo em moeda nacional. Porém, para a escolha do contrato em real (usado aqui como a moeda do país local e o dólar como a moeda do país estrangeiro), o investidor deve atentar para o fato de que contratos em reais de longo prazo reduzem a probabilidade do devedor dar *default*, induzido pela volatilidade da taxa de juros. No entanto, faz com que o credor fique exposto ao risco de preço de uma inflação volátil. Isto não ocorreria se se tivesse suas dívidas no curto prazo, pois ficar-se-ia protegido contra o risco de preço, o que, por outro lado, aumenta o risco de *default*, fazendo com que o investidor opte por não aplicar em reais. O interessante para o investidor, então, seria um contrato em dólar.

O mesmo vale para a perda dado o *default* o que ainda evitaria perda devido à inflação durante o processo jurídico. Contudo, neste caso, faz diferença fazer o contrato numa jurisdição estrangeira, aproveitando o sistema jurídico mais eficiente de um país desenvolvido. O que, no caso de probabilidade de *default*, não interfere na escolha.

Se a probabilidade de *default* for induzida pelo câmbio, o mecanismo de convivência serão contratos em reais, pois estarão a salvos do risco de preço, dado um câmbio relativamente mais volátil, e do risco de perda dado o *default*. Em termos de jurisdição, seria preferível aproveitar as melhores instituições de um país desenvolvido. Entretanto, destaca-se, aqui, exatamente o problema do *original sin*, pois os países menos desenvolvidos ficam impedidos de contrair empréstimos no exterior em sua moeda local. Assim, investidores não conseguem se proteger deste risco da melhor forma possível, fazendo com que os juros cobrados pelos contratos em reais na jurisdição local seja maior. Outro fator importante é que os investidores preferem se proteger contra o risco de preço ao risco de *default*, pois, após o calote, ainda haverá possibilidade de o credor reaver parte da aplicação.

3.1.3. Risco de Agência Dual

Por último, temos o risco de agência dual, que é composto pelo risco de diluição via inflação e do risco de confisco via *default*. O nome “agência dual” refere-se ao fato de haver um contrato entre um investidor e um tomador (o primeiro agente) e, através do governo (o segundo agente), poder haver favorecimento ao primeiro agente por motivos políticos, etc. Como estamos vendo tudo do ponto de vista do investidor, este terá que calcular este risco.

Para o caso de diluição (uma forma mais drástica de inflação), pode-se usar contratos curtos em real ou contratos em dólar. O contrato em real teria de ser curto prazo, tornando mais interessante fazê-lo em dólar. Em relação à jurisdição, não faz diferença qual delas. Contudo, no caso do confisco, a única solução seria a de fazer o contrato numa jurisdição estrangeira. Com uma política monetária mais séria e dedicada ao controle da inflação, reduz-se o risco de diluição. Em Arida, Bacha e Lara Resende (2004), mostram o que eles chamam de incerteza jurisdicional e que um desses aspectos é o de tomada de decisão arbitrária por parte de um “Príncipe”. Em seu

trabalho, os autores referem-se, principalmente, ao judiciário e o viés pró-devedor por parte de juízes brasileiros.

Através de uma análise dos riscos enfrentados por um investidor estrangeiro querendo aplicar em títulos de um país emergente, fica claro que, devido às instabilidades, à falta de credibilidade da política econômica e à falta de uma infraestrutura legal e institucional inerentes em países em desenvolvimento, os investidores preferem emprestar em dólar (ou alguma das outras moedas fortes) e, muitas vezes, em jurisdição de país desenvolvido. Tal consequência não ajuda o país em questão, pois este fica muito vulnerável às mudanças de cenário externo devido a sua exposição cambial, o que só aumenta o risco. Também percebe-se que o investidor prefere se proteger de risco de preço (seja risco cambial ou inflacionário) a proteger-se contra o risco de crédito, pois em caso de um calote, há chance de recuperação de parte do valor. Por fim, nota-se que o investidor teme ações unilaterais de governos no sentido de diluir ou confiscar dívida.

3.2. Medidas de *Original Sin*

Como dito anteriormente, para estabelecer, estatisticamente, se há ou não *original sin*, temos que antes criar algum indicador deste. Usaremos os indicadores criados em Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), pois queremos comparar resultados usando a mesma metodologia, mas estendendo o período de tempo aos dias atuais, onde nos parece ter tido uma pequena mudança no modo em que países emergentes (na verdade, somente alguns) tomam empréstimos no exterior. Se este movimento é sustentado ou não é outra questão, pois primeiro devemos verificar se realmente houve alguma mudança.

Começamos com os dados que temos sobre a emissão de títulos organizados por moeda de emissão. Assim, nosso primeiro indicador de *original sin* (*OSINI*) é um menos a razão do estoque de títulos internacionais emitidos por um país em sua própria moeda sobre o estoque total de título internacionais emitidos pelo país. Assim, temos:

$$OSINI_i = 1 - \frac{\text{Títulos emitidos pelo país } i \text{ em moeda } i}{\text{Títulos emitidos pelo país } i}$$

Dessa forma, um país que emitisse todos os seus títulos em sua própria moeda receberia um zero, enquanto um país que emitisse todo seu estoque internacional em moeda estrangeira receberia um 1. Ou seja, quanto maior o valor, maior será o grau de *original sin*. No entanto, OSIN1 tem duas desvantagens: só leva em consideração títulos e nenhuma outra forma de dívida e não leva em consideração as oportunidades de *hedge* da exposição cambial através de *swaps*. Para lidar com tais, os autores criaram as seguintes razões:

$$\text{INDEXA}_i = \frac{\text{Títulos} + \text{Empréstimos emitidos pelo país } i \text{ nas moedas de reserva}}{\text{Títulos} + \text{Empréstimos emitidos pelo país } i}$$

O INDEXA_i tem a vantagem de aumentar a cobertura da medida, mas não leva em consideração dívidas denominadas em moedas que não sejam das principais moedas de reserva. Portanto, para levarmos em consideração a segunda possibilidade, temos:

$$\text{INDEXB}_i = 1 - \frac{\text{Títulos em moeda } i}{\text{Títulos emitidos pelo país } i}$$

Este último, pode assumir valores negativos, por exemplo: EUA e Suíça, pois existe mais dívida emitida em suas moedas do que dívida emitida por seus cidadãos. No entanto, estes países não podem realizar mais *hedge* do que possuem de dívida e, portanto, quando os valores forem negativos, os substituímos por zeros:

$$\text{OSIN3}_i = \max \left(1 - \frac{\text{Títulos em moeda } i}{\text{Títulos emitidos pelo país } i}, 0 \right)$$

Voltemos ao INDEXA e lembremos que este subestima o *original sin* ao supor que toda a dívida de um país que não esteja em sua moeda, está cotada em uma das cinco grandes moedas. O que pode ser verdade para países que possuem alguma capacidade de emissão em moeda própria, mas, se este for o caso, então, isto deve ser refletido no OSIN3, pois significa que algum agente conseguiu emitir um título em moeda própria. Se não for o caso, então, isto nos diz que empréstimos não emitidos em uma das cinco grandes moedas, provavelmente são denominados em outra moeda

estrangeira. Assim, para casos em que o INDEXA possivelmente subestime o *original sin* ($INDEXA < OSIN3$), o substituímos por OSIN3. Temos:

$$OSIN2_i = \text{Max} (INDEXA_i, OSIN3_i)$$

3.2.1. Os Resultados Encontrados

De acordo com Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), usando os três índices que criaram e dados para diferentes países do mundo desenvolvido e em desenvolvimento, encontrou-se os valores mais baixos para os cinco grandes centros financeiros, mais os países do Euro. Outros países desenvolvidos possuem valores mais altos, mas que, no entanto, demonstram possuir “pouco” *original sin*. Estes são os países do Leste Europeu que entraram recentemente na União Européia e os casos de Canadá, Austrália, Nova Zelândia e África do Sul, dos quais falaremos mais adiante. Enquanto isso, os países da América Latina possuem os maiores índices da amostra.

Em Eichengreen e Hausmann (2003), encontraram que o *original sin* tende a se associar a uma menor flexibilidade do câmbio, sendo, então, mais volátil a taxa de juros, indicando ou uma inflação mais volátil ou a intervenção do governo no câmbio. Assim, a preferência para o investidor, como vimos anteriormente, na hora da escolha da denominação de moeda do título, tende a ir em direção às moedas fortes dos centros financeiros. Essa escolha também pode estar ligada a economias de escala, pois há altos custos que impedem ou que fazem com que o país em desenvolvimento prefira outras formas de financiamento.

Como vimos acima, os países que apresentam o *original sin* tendem a ter um regime cambial mais fixo, o que tem sido, por muitos e por muito tempo, a principal causa das crises e do clima de incerteza que cercam os países em desenvolvimento. Este faz com que o câmbio tenha uma importância maior para a manutenção da solvência da dívida do que tem num país desenvolvido, sendo, que nestes países, o câmbio tende a ser muito volátil. Então, é normal que o câmbio fixo seja citado como o grande vilão destes países, pois há nele conseqüências da garantia implícita e do risco moral. Ou seja, os investidores não arcam com todo o risco, pois o governo garante o câmbio, e acabam por assumirem riscos demais, o que termina por levar à

fragilidade financeira.

O regime de câmbio fixo tende a permitir estabilidade no curto prazo, mas a gerar instabilidade e incerteza no longo prazo, pois não se sabe se o governo conseguirá manter a paridade. Tende-se, então, a manter a maior parte das obrigações no curto prazo ou em dólar (como fica claro em Claessens, Klingebiel e Schmuckler [2003]). O regime cambial flexível tende exatamente ao contrário - com volatilidade no curto prazo, mas estabilidade do sistema financeiro em longo prazo -, fazendo com que as pessoas reduzam sua exposição no curto prazo.

O fato de a maior parte dos compromissos se concentrarem no curto prazo impede o desenvolvimento dos mercados financeiros, que se não é condição suficiente para a redenção do *original sin*, é certamente uma condição necessária. Seria preferível, então, o câmbio flexível, mas se não houver uma política monetária crível, este poderá causar ainda mais instabilidade ao se depreciar. No entanto, deve-se ir em direção a maior flexibilidade, pois é esta que permite o maior desenvolvimento do mercado financeiro e que ajuda a reduzir os impactos das crises, no longo prazo, claro. Cito o câmbio, justamente porque a maior parte de suas obrigações pode ser em moeda estrangeira e uma desvalorização pode ter impactos desastrosos nestes países como resultado do *original sin*, então, essa combinação de incerteza criada pela escolha de modelo de câmbio e as dívidas em dólar devem ser evitadas (pode-se usar como exemplo o ocorrido em 2002, no Brasil, não em relação à causa, mas em relação às conseqüências). A qualidade do regime cambial dependerá muito das políticas monetárias (como, por exemplo, inflação e taxa de juros reais baixas) implementadas, e que, a partir destas, deverão influenciar no desenvolvimento de um mercado financeiro.

Além desses países citados, outros já resolveram o problema do *original sin* doméstico e externo, mas nem por isso suas moedas são usadas nos mercados internacionais. Parece haver outros fatores envolvidos na escolha de moedas fortes. Países como Austrália e Canadá resolveram ambos os problemas de *original sin*, mas nem por isso tiveram suas moedas transformadas em moedas fortes. Existem, também, casos em que os países se redimiram do *original sin* doméstico, mas em que ainda perdura o lado internacional, como Coréia do Sul e Chile. Isso sugere que os fatores necessários para a superação doméstica não são condições suficientes para a redenção externa.

O problema de falta de credibilidade da política econômica, inflação

descontrolada e regime de câmbio são outros aspectos que devem ser levados em conta. Estes parecem ter mais a ver com os problemas da versão interna do *original sin*, como vimos no tópico anterior. Em Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), eles mostram que políticas monetária e fiscal frouxas, falta de instituições que sirvam de apoio ao mercado, entre outros aspectos que explicam o *original sin* doméstico, não são condições suficientes para a redenção externa. Descubrem eles, no entanto, que não há país que consiga tomar emprestado no exterior com a sua moeda regularmente, que não tenha um mercado doméstico de títulos públicos pré-fixados e de longo prazo, sugerindo que o desenvolvimento de mercados domésticos (consequentemente, das condições necessárias para isso) e a redenção doméstica sejam condições necessárias para a redenção externa, mesmo que não suficientes.

Outro aspecto importante (Goldfajn e Rigobon [2000]) é que não é preciso ter uma moeda forte (definida, na sua forma mais rígida, por estar associada ao uso internacional como meio de pagamento e reserva de valor) para se conseguir o desenvolvimento e o aprofundamento financeiro (o que afasta a necessidade de dolarização para solucionar os problemas de *original sin*), mas o estabelecimento de um ambiente macroeconômico estável, que, em princípio, poderia ser feito independentemente do regime de câmbio.

A credibilidade das políticas monetárias e fiscais variam de país para país, mas mesmo nos países mais estáveis entre os emergentes ainda há aspectos em comum com os mais instáveis, o fato de sofrerem o *original sin* externo. Os autores não acham correlação suficientemente robusta na maioria desses fatores relacionados com estabilidade de política monetária e instituições confiáveis, somente uma fraca correlação entre o *original sin* e um passado de inflação e do nível de desenvolvimento econômico.

O único resultado robusto que acharam foi em relação ao tamanho do país. As moedas de países livres do *original sin* passam a servir como opção de diversificação para uma cesta de moedas fortes ou livres do *original sin*, mas a cada moeda nova que entra nesta cesta, menor será o benefício marginal da diversificação. O acréscimo de mais uma moeda também acrescenta custos e riscos e o benefício marginal de diversificação diminui mais rapidamente do que os custos. Assim, num mundo de custos de transação, deverá haver um número finito de moedas.

Se todos os países fossem do mesmo tamanho, então, os custos de transação não fariam diferença, mas se houver um país maior que os outros, então, os benefícios de

diversificação serão maiores para os países menores. Não haverá muito apetite no maior país para se ter em mãos a moeda do país pequeno, enquanto que para este ainda será vantajoso ter moeda do país grande. Então, há um certo limite para que países pequenos emitam títulos em suas moedas, pois a partir do momento que mais um o faça, acaba por reduzir as chances de outro país pequeno o fazer, sem ser necessariamente culpa desse país ou das políticas adotadas neste país.

Quando eles se referem ao tamanho, tanto faz se for o log do total do PIB, log do total do crédito doméstico (em US\$) ou o log do total de trocas, pois todos apresentam resultados robustos. Para finalizar esta parte, devemos explicar o porquê de moedas de países como Suíça e Grã-Bretanha (já que antes do euro, nem França, nem Itália, que são do mesmo tamanho, tinham uma moeda forte como a libra esterlina) não só terem dívidas externas em suas próprias moedas, mas também serem moedas fortes e usadas no mundo todo. É que, por motivos históricos, estes países se tornam centros financeiros no mundo, tendo sido a Grã-Bretanha durante uma época a maior potência econômica do mundo e pelo fato da Suíça ter-se tornado um bom lugar para depósitos estrangeiros.

Estes são os fatores: tamanho do PIB, total de créditos do setor privado e o total de trocas de um país. Todos eles estão associados a níveis baixos de *original sin*. Devido às peculiaridades do sistema financeiro internacional, um país pode não conseguir ou não emitir dívida em própria moeda ou não consiga transformar a sua moeda em moeda forte (o que seria normal, mesmo com as boas oportunidades de diversificação que haverá, devido ao tamanho do país) por ter chegado tarde aos mercados internacionais.

Para um país com instituições fortes e estabilidade macroeconômica, mesmo não sendo a sua moeda uma das moedas fortes, há a possibilidade de superação do *original sin* ou, pelo menos, pode não ser afetado por ele da mesma forma que os países em desenvolvimento. Estes devem melhorar suas economias através de reformas e estabilidade, pois assim reduzem os riscos sistêmicos inerentes às suas economias. Devem tentar criar um ambiente mais propício para o desenvolvimento de sua população e não simplesmente visando a redenção do *original sin* externo, pois esta pode não vir a ocorrer, devido às peculiaridades discutidas antes. Sempre lembrando que mesmo que se atinja a redenção, esta não é um caminho sem volta (Jeanneau e Tomar [2005]). Quem hoje estiver livre dele poderá se ver tendo que enfrentá-lo caso as instituições começarem a falhar ou o influxo de capitais se inverter.

4. Críticas e Redenções

4.1. No trabalho de M. Bordo, C. Meissner e A. Redish (2003), é descrito como alguns países se redimiram do *original sin*. Coincidentemente, todos foram, em algum momento, domínio britânico, o primeiro país a superá-lo, devido à sua condição de maior centro industrial do mundo. Esses países importaram e se valeram do sistema legal britânico, além de uma tradição de mercados financeiros relativamente profundos e de longo prazo, em comparação aos outros países “emergentes” da época. Todos, no início do século XX, já tinham superado a versão doméstica, mas nem por isso conseguiram superar o lado externo. Isso só foi possível depois de um grande choque externo que fez com que valesse a pena arcar com os custos iniciais. Mesmo assim, nenhuma de suas moedas chegou a se tornar uma das moedas fortes, com a exceção dos EUA. Isso parece confirmar que apenas mudanças em instituições e reformas não bastam para a redenção. Bordo e Flandreau (2001) mostram também que o número de países que possuem a capacidade de emitir dívida externa em sua própria moeda aumentou de 8 países para 25, no entanto muitos desses vieram com a introdução do euro.

4.2. Em Gai e Tan (2003) é demonstrada a experiência de emissões do Japão e da Rússia no início do século XX. Neste trabalho, fica claro como reputação na esfera da política econômica afeta outras áreas como os mercados de capitais. A Rússia já era um participante de peso no mercado de títulos internacional no final do século XIX e possuía a capacidade de emitir dívida externa em sua própria moeda desde o início do século. Já o Japão era um novato no mercado internacional a partir da Restauração de Meiji. Em ambos os países, desvalorizações oportunistas por parte dos condutores da política econômica e instabilidade monetária levaram os credores a só aceitarem emprestar em moeda estrangeira ou com alguma cláusula de indexação ao câmbio. Portanto, a Rússia começou a sofrer de *original sin* depois das intervenções, enquanto que o Japão já sofria dele antes e nunca havia conseguido em emitir em moeda própria até então. Posteriormente, para tentar criar uma reputação ambos os países aderiram ao padrão ouro em 1897, mas quase 17 anos depois ainda não haviam conseguido emitir títulos em moeda própria, o que é explicado pela memória de mau comportamento das autoridades econômicas no passado (o Japão muito depois conseguiu a sua redenção,

mas a Rússia não). Um paralelo semelhante pode ser feito com Austrália e Argentina (Davis e Gallman [2001] e Schwartz [1989]), sendo que, como vimos antes, o primeiro país conseguiu evitar abusos em relação à política monetária e cambial, enquanto o segundo não conseguiu.

No entanto, a literatura do *original sin* não considerou as forças que determinam a reputação de um país e influência desta na capacidade de tomar emprestado no exterior em sua própria moeda. No entanto, Gai e Tan (2003) destacam que tem havido avanços quanto à modelagem de mudança de reputação no tempo das autoridades econômicas. Isso significa dizer que estes países e suas respectivas reputações podem ser trocados periodicamente, ao contrário da análise tradicional que considera como dado o ‘tipo’ do governo. A constante possibilidade de mudança do ‘tipo’ cria um desejo dos agentes ‘disciplinados’ a se separarem dos ‘oportunistas’, levando a um equilíbrio onde a reputação é gradualmente construída (sempre lembrando que pode haver reversões que perduram). Assim, os credores constantemente atualizam suas crenças sobre o ‘tipo’ da autoridade econômica que está no poder. Essa atualização leva a uma valorização da reputação e o histórico das autoridades econômicas gera a persistência dos credores continuarem a emprestar em moeda estrangeira. Assim, o comportamento anterior, que molda a forma como as decisões de hoje são interpretadas, influencia os atuais incentivos em relação à escolha do ‘tipo’ e a reputação. Assim, a mudança da ‘tipo’ de um país, como um todo, significa que pode demorar bastante tempo para consolidar a reputação para que se, então, possa-se redimir. Casos de países como o Chile que possuem credibilidade, mas que não emitem em sua própria moeda têm se tornado raros e, com países menos confiáveis conseguindo emitir. Podemos, portanto, entender que a situação chilena seja mais uma escolha do que por determinação como veremos mais adiante.

Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) mesmo admitem que a condução passada da política monetária tem algum efeito, mas eles não encontram resultados tão robustos quanto o tamanho da economia. Além disso, aqui não se nega a influência do tamanho do país ou da importância do benefício marginal da diversificação em termos de moedas numa carteira, mas somente volta a focar sobre a necessidade de criação de instituições confiáveis e políticas monetárias responsáveis. Como veremos mais tarde, países emergentes, inclusive alguns menos confiáveis, têm conseguido emitir dívida externa em moeda própria o que não quer dizer que estejam se redimindo, mas que talvez, dadas certas condições do mercado externo, haja possibilidade de maiores

avanços nessa área.

4.3. Raghuram Rajan também apresentou uma crítica ao *original sin* na publicação Finance & Development de Março de 2004. Nela ele afirma que a lógica do *original sin* é frágil, ainda mais após vários países latino-americanos, inclusive países que há pouco tempo deram calotes, voltarem a emitir em suas moedas. Assim, os investidores possuem memórias curtas que não se estendem durante séculos ou décadas, impossibilitando um *original sin* cometido em tempos imemoriais. Ele destaca que o argumento do *original sin* é atraente politicamente, pois absolve os países que o sofrem da responsabilidade sobre sua condição atual. Também desestimula países de buscarem políticas econômicas mais responsáveis, pois não importaria quão boa fosse a posição fiscal e monetária destes, eles sempre seriam rejeitados pelo mercado internacional, o que ele considera irracional. Além disso, o autor acredita que os países estão nesta situação porque suas políticas monetárias não possuem credibilidade. Dessa forma, como vimos anteriormente, o investidor teme que o governo dilua sua dívida, mesmo que suas políticas monetárias tenham melhorado recentemente.

4.4. Caballero, Cowan e Kearns (2004) introduziram a idéia de que o que os países precisam fazer é desenvolver “confiança no país” e “confiança na moeda”. Confiança no país é baseada em instituições confiáveis onde estão enraizados o “*rule of law*” e um sistema político estável. Para se criar estabilidade financeira é necessário o desenvolvimento de um mercado doméstico de títulos, ancorados num regime eficiente de tributação e um sistema bancário sólido. Esses elementos são cruciais para se ter acesso ao mercado de capitais internacional. Quando ainda não os tem plenamente desenvolvidos, alterna-se entre períodos de acesso e períodos de restrição dos mercados de capitais. A confiança na moeda é a habilidade de aderir a uma âncora cambial. No início do século, o padrão ouro serviu como a âncora nominal, pois a adesão a ele requeria seguir políticas monetárias e fiscais responsáveis. Hoje, ainda se usa câmbio fixo como âncora nominal, mas, mais recentemente, muitos países têm adotado metas de inflação com bancos centrais independentes e compromisso com inflação baixa. Enquanto um país não consegue se redimir, ele deve se proteger de outras formas do descasamento cambial, como obter reservas cambiais internacionais,

incentivar formas de financiamento internas e aumentar capacidade de exportação para reduzir déficit em conta corrente, mas estas, principalmente as primeiras duas, têm seus custos.

4.4. Goldstein e Turner (2003) argumentam em seu livro que a diferença no grau de *original sin* entre os países se devem a políticas domésticas e não há um problema inerente ao sistema financeiro internacional. Para eles, em países emergentes de médio porte, a capacidade de denominar dívida externa em sua própria moeda depende da política macroeconômica e do desenvolvimento do mercado financeiro doméstico.

Para eles, a amostra usada em Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) é muito restrita e que os dados existentes são um pouco limitados devido à falta de transparência dos governos. Outro culpado é a escolha de denominação da moeda, pois denominar sua dívida de alguma forma ligada a uma moeda estrangeira, ajuda a reduzir o custo da dívida no curto prazo. A emissão interna ainda é mais custosa e os prazos tendem a ser mais curtos, mas, no médio prazo, os benefícios gerados por este são maiores e reduz a exposição cambial. Por último, está o desenvolvimento do mercado financeiro doméstico que ajudaria a evitar o descasamento de maturidades, alongando estas. No entanto, este último depende bastante de fatores institucionais.

5. Conjuntura Atual

Parte dos resultados encontrados para o cálculo das medidas de *original sin* podem ter sido afetadas pelo mau momento da economia mundial no período da amostra usada, portanto aqui estenderemos este período que foram os de 1993-1998 e 1999-2001 incluindo os anos de 2002-2006. Podemos ver que o último período se caracteriza por um crescimento mundial alto e prolongado não visto desde os anos 70 (Figura 1), crescendo em torno de 4,5% a.a. contra 3,5% no primeiro período e 3,7% no segundo período. Além do mais, este crescimento foi generalizado para todas as regiões do planeta, como veremos mais adiante. Outro ponto importante é que este crescimento veio com a queda do nível de preços e uma inflação mundial média mais baixa do que nos períodos anteriores (Figura 1), cerca de 3,6% a.a contra 16% a.a. no primeiro período e 4,4% a.a. no segundo período. Novamente, esta queda da inflação foi generalizada.

Também podemos notar a melhor posição dos países emergentes como um todo em relação a endividamento externo (Figura 2). Neste caso, com a exceção do Leste Europeu, o endividamento externo dos países emergentes encontrava-se em torno de 37% e 40% do PIB nos dois primeiros períodos, respectivamente, e caiu para cerca de 30% no último período. Durante o qual, com a redução da inflação e liquidez internacional, muitos países começaram a emitir dívida interna ao invés de externa, assim reduzindo, em parte, seus descasamentos cambiais e vulnerabilidade externa. Isso foi possível em parte pelo aumento das exportações dessas economias resultante do aumento da demanda mundial por *commodities*. Assim a conta corrente dos países emergentes ficou positiva em 2000 e tem aumentado desde então (Figura 3). No primeiro período a média foi de -1,8% do PIB, no segundo 0,5% e no último foi de quase 3%. Assim conseguiram reduzir muitos dos pontos que o tornavam vulneráveis aos olhos dos investidores e conseguiram também acumular vastas reservas num ritmo muito maior que os períodos anteriores, principalmente os países asiáticos.

Isso tem permitido a países que, mesmo não conseguindo emitir dívida externa em sua moeda, se protejam da vulnerabilidade externa, pois agora conseguem acumular vastas reservas e emitir internamente a um custo menor do que antes (já que as taxas de juros internas também caíram) e sem controle de capitais. Assim, o problema do *original sin* não tem sido um grande problema neste último período e

alguns países até conseguiram emitir dívida externa em sua própria moeda. No entanto, esse bom clima da economia pode terminar e ainda não se sabe até que ponto essa conjuntura dos países emergentes é devido ao cenário externo ou se os países em questão realmente melhoraram suas condições internas.

Agora iremos analisar o que nossas medidas para *original sin* dizem quanto a esse novo período adicionado. Cabe aqui ressaltar que não calculamos o OSIN2, pois este se assemelha bastante ao OSIN1, não tendo muita diferença nos resultados para todos os países, com a exceção dos grandes centros financeiros, mas para estes o OSIN3 captura bem. Pelos nossos dados, podemos ver que, principalmente, a partir de 2002 vários países emergentes e outros desenvolvidos começaram a reduzir os seus níveis de *original sin* emitindo em suas próprias moedas.

Além disso, temos que os países desenvolvidos (nem centros financeiros, nem do euro) e os países em desenvolvimento emitiram dívida numa velocidade menor do que os países do euro e os grandes centros financeiros internacionais (Tabela 1) o que pode refletir a tentativa de reduzir a vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento. Ademais, a parcela dos grandes centros financeiros tem se reduzido, mas a custo de um aumento expressivo de emissões dos países do euro e não por um aumento das emissões em moeda própria dos outros países.

Assim, a dívida em moeda própria tem aumentado tanto em volume quanto em termos de porcentagem da dívida total desses países. Somente nos últimos cinco anos mais que dobrou em termos percentuais e triplicou em volume para os países em desenvolvimento. O importante é notar que mesmo que suas parcelas relativas ao total sejam ainda muito baixas, agora temos um grupo de países que, não sendo um centro financeiro ou faça parte do bloco do euro, está começando a emitir em suas próprias moedas. Isso tem se refletido numa queda dos indicadores de *original sin* nos vários agrupamentos diferentes (Tabela 2). Tem-se aumentado o número de países que conseguiram a “redenção”, pois, por exemplo, em 1993, 14 países possuíam OSIN3 abaixo de 0,8, enquanto agora, 26 o possuem, inclusive países em desenvolvimento (Tabela 3). Novamente, os países se distribuem igualmente entre fixadores e flutuadores de câmbio, levando-nos a acreditar que o regime cambial não importa tanto quanto a credibilidade da âncora nominal (Figura 4).

Para se ter uma idéia do panorama geral vide a Tabela 4. Agora, para facilitar a análise, separaremos por regiões e grupos:

5.1. Bloco do Euro

Os países do euro conseguiram reduzir bastante o OSIN1 após a introdução desta moeda, inclusive países como Espanha, Portugal, Finlândia e Grécia que não conseguiam emitir em suas próprias moedas no início da amostra (Figura 5). Enquanto que outros países da União Européia que não aderiram à moeda ou estagnaram ou reduziram muito menos. Concluimos, portanto, que a política monetária é um fator importante, assim como o fato da adoção do euro ser (ou ao menos aparentar ser) uma medida irreversível. Assim, países que não possuíam políticas monetárias tão confiáveis passaram a adotar a política de um banco central com maior reputação de contenção do nível de preços e ainda aderiram às regras de controle fiscal. Logo, tais países tiveram que abrir mão de uma política monetária independente e adotar a moeda de um organismo supranacional para que conseguissem a redenção. Outro fator importante para esta redenção foi o tamanho do mercado europeu que aumenta as chances do uso do euro como moeda internacional.

Já em relação ao OSIN3, comparando o início e o final da série, praticamente não houve mudança, além de uma pequena queda (Figura 6). No entanto, no meio do último período (2002-2006) houve bastante variação tanto para cima quanto para baixo. Isto nos revela que as moedas antigas do euro em conjunto já eram usadas, muitas vezes pelos outros países do futuro bloco do euro, para fazer *hedge*. Além disso, as moedas mais fortes do euro, como o franco francês e o marco alemão, já eram usadas como moedas de reserva no mundo. Até alguns países menores, como Portugal e Espanha, já possuíam OSIN3 baixo, muitas vezes servindo como moeda de emissão de ex-colônias. Contudo, quando vemos cada país individualmente, notamos que quase todos os países agora possuem OSIN3 expressivamente mais baixo, com alguns países piorando (Alemanha e Luxemburgo).

5.2. Países Desenvolvidos

Por serem um grupo mais heterogêneo e muitas vezes com poucas ligações entre si, quando se acompanha o trajeto de cada um desses países individualmente se vê um caminho irregular. No entanto, a partir de 2002, praticamente todos começam a melhorar tanto em OSIN1 quanto em OSIN3. Uma curiosidade é o diferencial entre Austrália e

Nova Zelândia e o restante dos países. Estes dois possuem OSIN1 semelhantes aos outros países (Figura 7), mas possuem OSIN3 muito mais baixos (Figura 8). Ou seja, não só conseguem emitir em moeda própria como os outros, mas suas moedas também são bastante aceitas como moedas de reserva e para a realização de *hedge*. Isto possivelmente deve-se ao pioneirismo de ambos os países em emitir em moeda própria como já relatado em seção anterior. Outro ponto curioso é que estas economias apresentam históricos de políticas monetárias e fiscais responsáveis e pouca vulnerabilidade externa como um todo (Figura 8), no entanto, ainda possuem níveis altos de *original sin*. Isso talvez se deva à proximidade de muitos desses países com a zona do euro - alguns até com possibilidades de entrar no bloco dentro de alguns anos.

5.3. Países em Desenvolvimento

Devido ao tamanho desse próximo grupo o dividiremos por regiões:

5.3.1. América Latina

Como já relatado em Jeanneau e Tovar (2006), na América Latina alguns, países têm começado a experimentar com a emissão de títulos internacionais em suas próprias moedas. Vemos, então, pelo OSIN1 que, hoje, o Uruguai, Colômbia, Brasil, México e Peru, passaram a emitir em moeda nacional, o que antes somente a Argentina conseguia fazer, no entanto, isso só vem acontecendo desde 2004 (Tabela 6). O curioso é que estes países ainda possuem um histórico recente de inflação média ou alta, vulnerabilidade externa e problemas fiscais (Figuras 9 e 10), contudo, mesmo assim, eles conseguem emitir, mas talvez isso explique a entrada tardia desses países neste mercado. De outro lado, está o Chile que há mais de duas décadas possui a economia mais saudável e com um dos mercados financeiros mais profundos da América Latina e ainda sim não emite em sua própria moeda.

Dados estes atributos dos países da América Latina, parecem contradizer muito do que já foi dito ao longo deste texto, pois a maioria deles ainda não possui mercados de títulos domésticos muito profundos, nem boas reputações (pelo menos tradição) no combate à inflação ou nem são economias muito grandes (com a exceção do México e Brasil). Portanto parece que a redução da vulnerabilidade externa (aumento do saldo

em conta corrente, aumento de reservas cambiais, redução da razão dívida externa/PIB, redução da dolarização, etc.) foi um fator importante para a emissão em moeda local, o que em troca deverá reduzir a própria vulnerabilidade externa. No entanto, não se pode negar os avanços ocorridos, principalmente nos países citados (com a exceção da Argentina). A curiosidade continua sendo o Chile cuja incapacidade parece cada vez mais uma escolha, pois este possui um enorme colchão de proteção a choques externos, o fundo de estabilização do cobre.

O OSIN3 mostra uma história muito semelhante e até um pouco mais positiva (Tabela 6), pois mostra que já antes deles mesmos emitirem dívida internacionalmente, suas moedas eram usadas (pouco, mas não só por organismos internacionais) para denominação de dívidas. Neste caso, somas-se à lista anterior de países o Chile também. Contudo, como estes avanços devem-se, em boa medida, devido ao bom cenário internacional e às mencionadas reduções das vulnerabilidades externas, pode ser que, caso haja uma reversão deste cenário, estes voltem a ser incapazes de emitir dívida externa em suas moedas.

5.3.2. África e Oriente Médio

Nesta seção temos muitos poucos dados, sendo que o único país da África Sub-Sahariana que temos é a África do Sul que, em termos de emissão internacional é diferente não só do resto de seu grupo, mas é uma das exceções que discutimos anteriormente, pois conseguiram se redimir devido a suas ligações com o Império Britânico e a um mercado de títulos doméstico razoavelmente avançado. Para este, o OSIN1 é baixo até em comparação com outros países do mundo e seu OSIN3 é igual a zero em muitos anos, mostrando o papel já exercido há muito tempo pelo *rand* sul-africano no mercado internacional de títulos públicos. Portanto, não cabe aqui a análise dos atributos da África do Sul, pois este já consegue emitir a muito tempo. Além disso, o resultado deste grupo fica bastante distorcido pelo desempenho da África do Sul (Figura 11).

Para o restante dos países, a maioria não possui um histórico de emissão internacional e a capacidade de muitos deles países deve-se à considerável folga externa devido a preços altos de petróleo - que permitem um considerável saldo no balanço de pagamentos – enquanto, muitos deles também são países politicamente

mais estáveis comparado ao passado. No entanto, estes países somente escolheram os últimos dois anos para começarem a emitir dívida externa em suas moedas apesar de possuírem esta reduzida vulnerabilidade externa já algum tempo. Isto nos diz algo sobre o atual momento da economia mundial, pois a enorme liquidez internacional (parte dela gerada pelos próprios petrodólares) tem levado investidores à procura de maiores riscos, aceitando títulos que talvez não aceitassem em outros tempos. Assim, deve-se ficar de olho numa possível reversão do cenário mundial.

5.3.3. Ásia

A Ásia é de longe a região dos países em desenvolvimento com melhor desempenho, não só na maioria dos dados econômicos, mas também de *original sin*. Desde as crises do final dos anos 90, os países asiáticos fazendo um bom trabalho em reduzir as vulnerabilidades de suas economias, conseguindo reduzir a inflação, a dívida externa e crescem mantendo um bom saldo em conta corrente (Figuras 12 e 13). Ainda tem sido a região que mais acumula reservas cambiais no mundo, principalmente com a China e Coréia do Sul. No entanto, novamente, há uma mistura de países com históricos de emissão muito diferentes. Há os emissores tradicionais como Hong Kong, Cingapura, Taiwan e Tailândia, e há países em situação parecida com os latino-americanos, em termos de emissão, como Coréia do Sul, China e Índia.

Em geral, os países asiáticos têm melhorado em relação ao OSIN1 desde 1997, mas estes países se dividem em dois: os que já emitiam antes e os novos emissores em moeda própria (Figura 14). Os emissores mais experientes conseguiram reduzir o OSIN1 para níveis mais próximos dos países desenvolvidos que não fazem parte do bloco do euro. O segundo grupo tem seguido passos semelhante aos países latino-americanos, sendo que a maioria destes começaram a emitir após as crises do final dos anos 90, enquanto os países latino-americanos começaram após as crises de 2002. Isso nos mostra que após crises financeiras e econômicas geradas por grandes descasamentos cambiais, estes países buscaram reduzir sua vulnerabilidade externa, ou através de acúmulo de reservas ou substituição de emissão externa por emissão interna e até experimentaram a emissão de dívida externa em moeda própria.

Em relação a OSIN3, o quadro é semelhante, mas mais positivo ainda, com alguns países, como Hong Kong e Cingapura à frente (Figura 15). Isso mostra que não

parecem existir as restrições expostas por Eichengreen, Hausmann e Panizza e que políticas monetárias responsáveis e limitado oportunismo cambial podem ter grandes influências sobre a capacidade do país se redimir, pois o grupo que já conseguia apresentar indicadores melhores, no início dos anos 90, conseguia emitir dívida externa em moeda própria. OSIN3 também mostra que existe demanda internacional por moeda desses países, mesmo de alguns menores, como visto em outras regiões também, o que talvez signifique que a restrição para novos entrantes no mercado não seja tão grande quanto sugerido por Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003). Além do mais, o fato de uma moeda não ser uma das moedas fortes globais, não impede a redenção, como mostram a Austrália e Hong Kong.

5.3.4. Leste Europeu

O Leste Europeu apresenta uma história de emissão externa bastante irregular, levando em consideração os resultados do OSIN1 (Figura 16), com países alternando períodos em que emitiam dívida externa em moeda doméstica e outros em que o deixavam de fazer, tudo sem muito padrão. Mesmo com a aproximação de muitos deles à adesão à União Européia continuaram sem padrão com alguns deixando de emitir em moeda própria e outros aproveitando o bom momento externo seguindo passos semelhantes aos países latino-americanos. Assim, esta região é a pior colocada em relação ao OSIN1 e comparando os dados desses países com os dos latino-americanos, percebe-se que, na média, o Leste Europeu teve uma inflação um pouco menor, mas ainda bastante alta, contudo, possuía uma vulnerabilidade externa ainda maior que a América Latina (Figura 17).

Já em relação a OSIN3, essa região consegue ser significativamente melhor do que a América Latina e apresenta algum padrão (Figura 18), pois a moeda de muitos desses países começou a ser usada por investidores internacionais para diversificação a partir de 1998 - talvez depois da crise russa. Estes novos emissores conseguem ter níveis de OSIN3 entre os de países desenvolvidos e os da América Latina. Além disso, alguns países desta região (particularmente a República Checa e a Eslováquia) possuem OSIN3 muito baixo, mais baixo até que muitos países desenvolvidos e já possuíam uma boa tradição de emissão. O que novamente mostra que mesmo países relativamente pequenos conseguem colocar suas moedas como opção para

diversificação no mercado internacional.

6. Conclusão

O cenário macroeconômico mundial nos últimos anos tem sido muito bom e vários países têm o aproveitado para reduzir suas vulnerabilidades externa e até para emitir dívida externa em moeda própria, o que era raridade no passado. Portanto, em contradição com o que Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) supuseram. Já antes havia muitos contrapontos à tese de que existe alguma característica inerente tanto ao mercado de capitais internacional, quanto aos países emergentes, que impedia que estes tivessem dívida externa em moeda própria. Os autores mencionados focavam mais o aspecto de desenvolvimento de instituições mais sólidas, políticas monetárias e fiscais mais responsáveis e o aprofundamento dos mercados financeiros domésticos. Além da redução de descasamento, sendo que, para estes outros autores, os custos não são tão altos quanto afirmam Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) para países com políticas econômicas sólidas.

Com a análise do período mais recente, conclui-se que o *original sin* vem sendo reduzido no mundo todo. Mesmo países de pequeno porte têm conseguido reduzi-lo, diminuindo a importância do tamanho da economia como determinante de *original sin*. Isso foi possível devido ao bom momento da economia mundial, que vem crescendo no ritmo mais rápido dos últimos trinta anos e à maior abertura gerada pela expansão do comércio internacional e à crescente demanda de China, Índia e EUA. Dessa forma, acumulando expressivos saldos comerciais e reservas cambiais, diminuindo a dívida externa e indexada ao câmbio e expandindo as suas dívidas externas, países emergentes têm conseguido reduzir sua vulnerabilidade externa. Essa redução junto com o maior apetite de investidores internacionais por risco, devido aos níveis baixos das taxas de juros nos países desenvolvidos, permitiram que países emergentes começassem a emitir dívida externa em moeda própria.

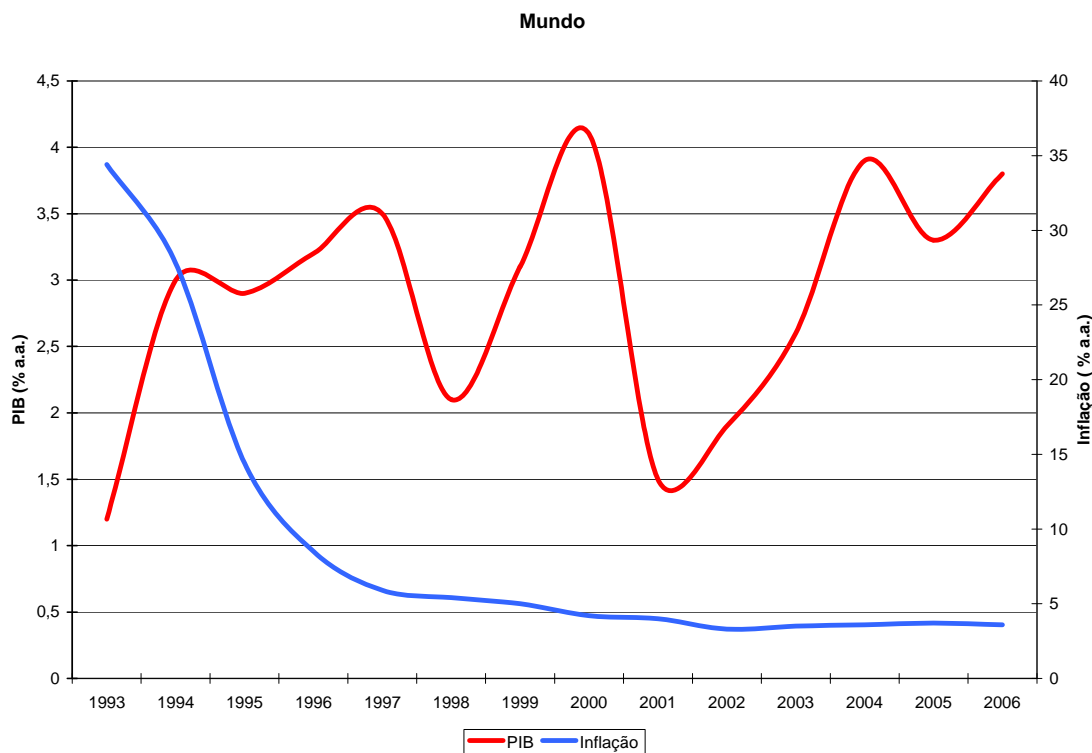
Assim, mostra-se que o *original sin* pode ser resolvido e que não parece existir algo inerente aos países emergentes (um pecado original), nem no mercado internacional que impeça países de se redimirem. O fato de haver benefício marginal decrescente da diversificação de moedas pode limitar o número de moedas usadas como reservas, no entanto, não impede a emissão e redenção de emergentes, dependendo de que nível se escolha para definir um país redimido. O maior obstáculo aos atuais movimentos seria uma reversão do cenário externo e um possível aumento da vulnerabilidade externa desses países.

7. Bibliografia

- Bordo, M., 2007. "Sudden Stops, Financial Crises and Original Sin in Emerging Countries: Déjà vu?". *Preparado para a conferência: Global Imbalances and Risk Management. Has the Center become the Periphery?*
- Bordo, M., Meissner, C., Redish, A., 2003. "How Original Sin was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions 1800-2000". *NBER Working Paper number 9841*.
- Claessens, S., Klingebiel D., Schmukler, S., 2003. "Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Macroeconomic and Institutional Factors". *CPER Working Paper number 169*.
- De La Torre, A. e Schmukler, S.L., 2004. "Coping with risks through mismatches and international financial contracts for emerging economies". *International Finance* 7:3, 349-390.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., 1999. "Exchange Rates and Financial Fragility". *NBER Working Paper 7418*.
- Eichengreen, B. e Hausmann, R., 2003. "The Pain of Original Sin". Em: Eichengreen, B. e Hausmann, R. (eds) *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Fragility in Emerging Market Economies*. University of Chicago Press. Chicago.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. e Panizza, U., 2003. "The Mystery of Original Sin". Em: Eichengreen, B. e Hausmann, R. (eds) *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Fragility in Emerging Market Economies*. University of Chicago Press. Chicago.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. e Panizza, U., 2003. "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it matters". *NBER Working Paper number 10036*
- Gai, P. e Tan, K., 2003. "Good Housekeeping? Reputation, Fixed Exchange Rates and the 'Original Sin' Problem"
- Goldstein, M. e Turner, P., 2004. "Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets", *Institute for International Economics*.

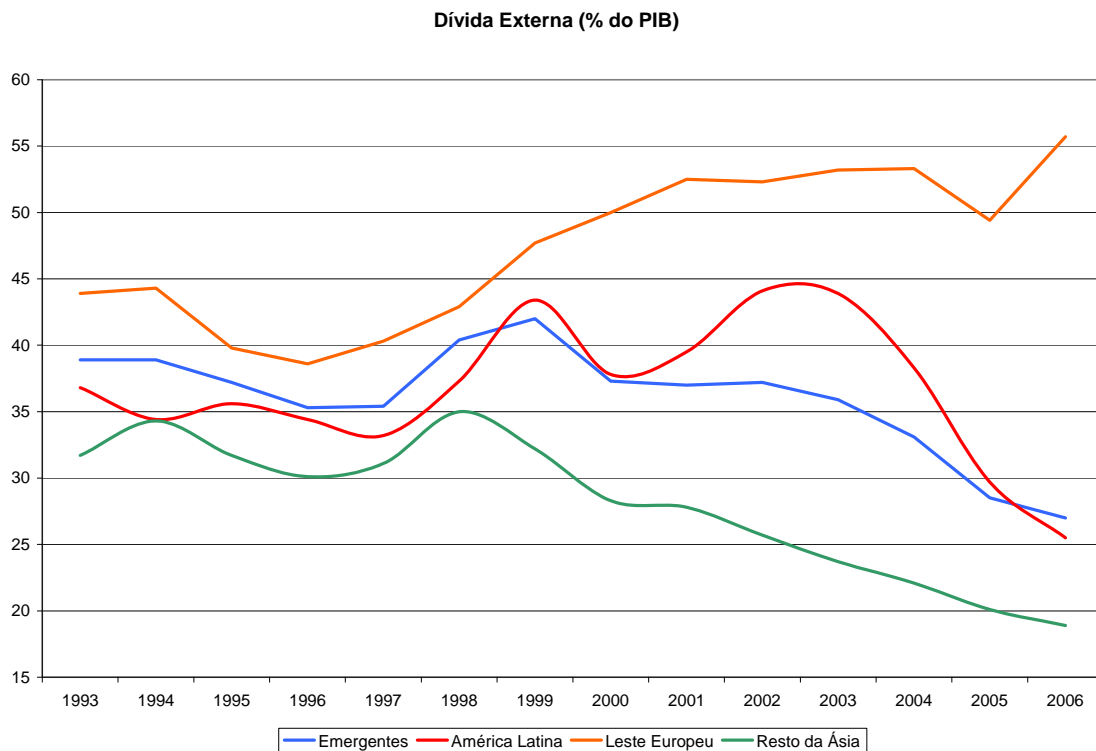
- Jeanne, O., 2002. “Why do emerging economies borrow in foreign currency?”. *Preparado para a conferência do IADB sobre “Currency and Maturity Mismatch: Redeeming Debt from original sin”*.
- Jeanneau, S. e Tovar, C., 2005. “International government debt denominated in local currency: recent developments in Latin America”. *BIS Quarterly Review*, December 2005, 109-118
- Kahn, B., 2005. “‘Original Sin’ and Bond Market Development in Sub-Saharan Africa”. *Preparado para “Africa in the World Economy – The National, Regional and International Challenges”*.
- Rajan, R., 2004. “How Useful Are Clever Solutions?”, *Finance and Development, IMF*. Março 2004, 56-57.

Figura 1: Inflação e PIB Mundial

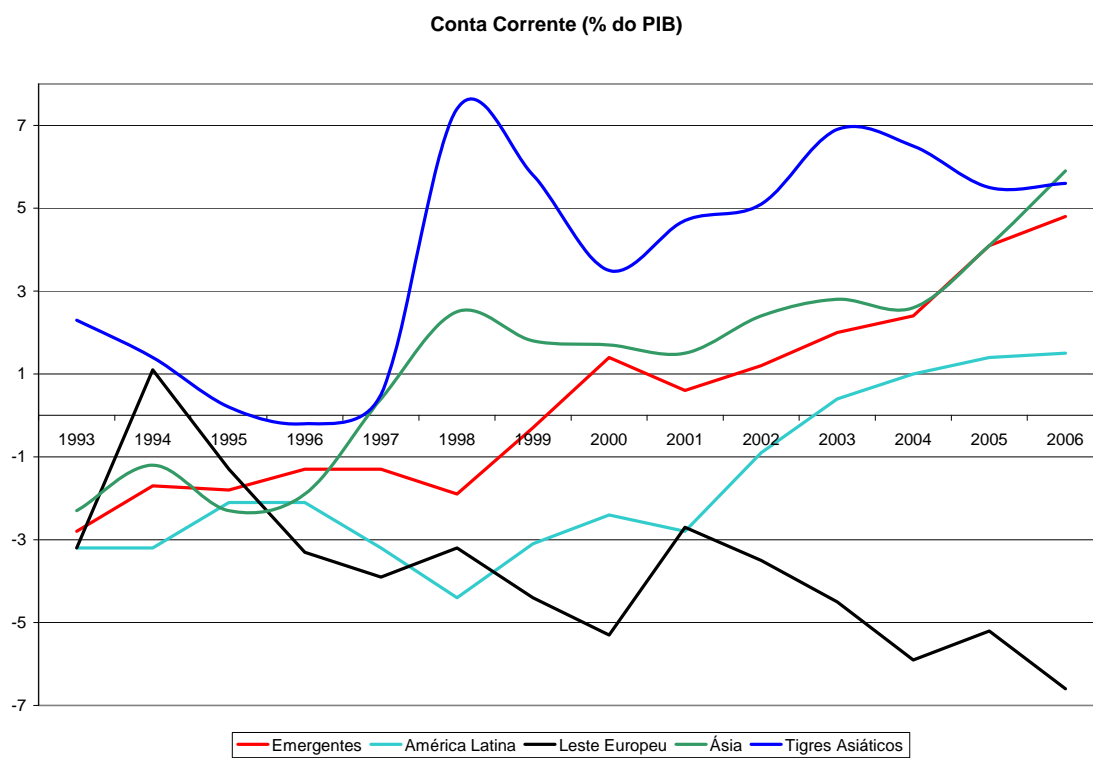


Fonte: IMF World Economic Outlook;

Figura 2: Dívida Externa dos Países Emergentes



Fonte: IMF World Economic Outlook; Resto da Ásia é a Ásia menos os Tigres Asiáticos: Cingapura, Coréia do Sul, Hong Kong e Taiwan.

Figura 3: Conta Correntes

Fonte: IMF World Economic Outlook

Tabela 1: Títulos Internacionais, por grupo de países e moedas

	1993-1998							
	Total de dívida emitida por residentes		Total de dívida emitida por residentes em moeda local		Total de dívida emitida na moeda do grupo		Parcela em moeda própria	Parcela das moedas do grupo
Centros Financeiros	904,8	30,5%	521,1	69,9%	2042,1	68,9%	57,6%	225,7%
Euro	817,5	27,6%	194,4	26,1%	782,7	26,4%	23,8%	95,7%
Outros	388,2	13,1%	26,5	3,6%	126,6	4,3%	6,8%	32,6%
Desenvolvidos								
Em	554,9	18,7%	3,7	0,5%	11,3	0,4%	0,7%	2,0%
Desenvolvimento								
Organizações Internacionais	297,4	10,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0%	0,0%
Total	2962,8	100,0%	745,7	100,0%	2962,8	100,0%	25,2%	100,0%
	1999-2001							
Centros Financeiros	2525,8	41,4%	1835,3	65,5%	4100,6	67,2%	72,7%	162,4%
Euro	1723,0	28,2%	934,0	33,3%	1838,6	30,1%	54,2%	106,7%
Outros	458,3	7,5%	20,3	0,7%	113,3	1,9%	4,4%	24,7%
Desenvolvidos								
Em	1019,0	16,7%	11,1	0,4%	48,2	0,8%	1,1%	4,7%
Desenvolvimento								
Organizações Internacionais	374,5	6,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0%	0,0%
Total	6100,6	100,0%	2800,6	100,0%	6100,6	100,0%	45,9%	100,0%
	2002-2006							
Centros Financeiros	4936,9	38,1%	3346,7	45,3%	6739,4	52,0%	67,8%	136,5%
Euro	5181,6	40,0%	3962,9	53,7%	5788,4	44,7%	76,5%	111,7%
Outros	826,5	6,4%	43,5	0,6%	307,0	2,4%	5,3%	37,1%
Desenvolvidos								
Em	1490,4	11,5%	27,4	0,4%	119,2	0,9%	1,8%	8,0%
Desenvolvimento								
Organizações Internacionais	518,5	4,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0%	0,0%
Total	12954,0	100,0%	7380,5	100,0%	12954,0	100,0%	57,0%	100,0%

	1993-2006							
Centros Financeiros	2692,2	37,4%	1811,9	51,0%	4160,8	57,8%	67,3%	154,6%
Euro	2570,1	35,7%	1698,8	47,8%	2796,7	38,8%	66,1%	108,8%
Outros Desenvolvidos	559,8	7,8%	31,5	0,9%	188,2	2,6%	5,6%	33,6%
Em Desenvolvimento	988,5	13,7%	13,7	0,4%	57,8	0,8%	1,4%	5,8%
Organizações Internacionais	392,9	5,5%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0%	0,0%
Total	7203,5	100,0%	3555,8	100,0%	7203,5	100,0%	49,4%	100,0%

Fonte: Bank for International Settlements

Tabela 2: Medidas de *Original Sin* por agrupamentos

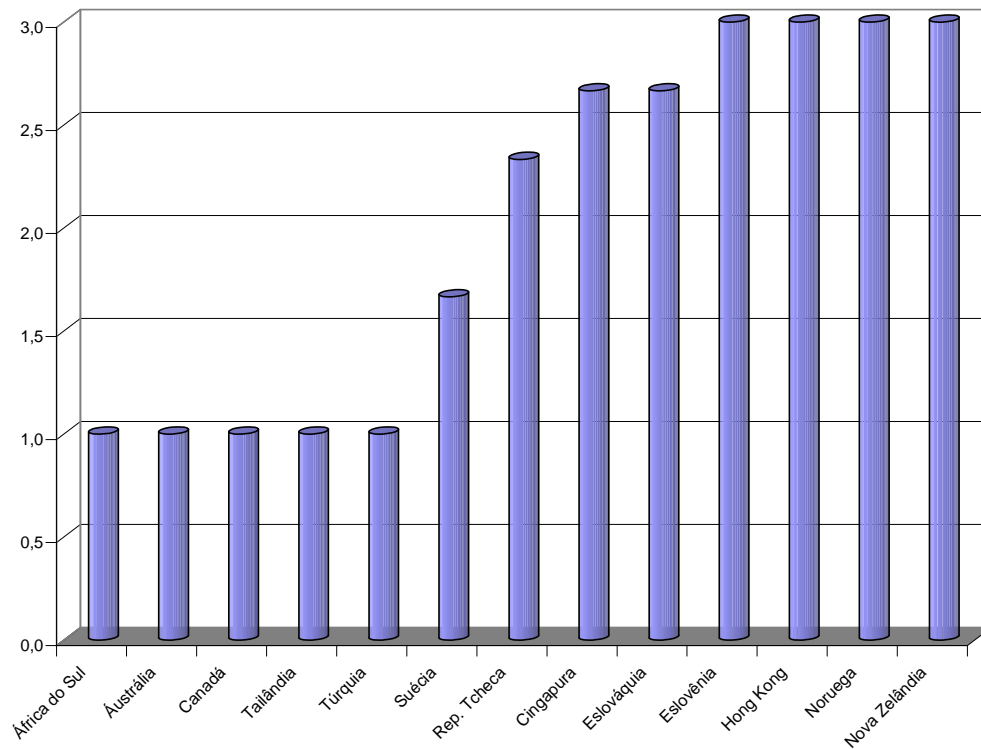
	OSIN1				OSIN3			
	1993-1998	1999-2001	2002-2006	1993-2006	1993-1998	1999-2001	2002-2006	1993-2006
Centros Financeiros	0,42	0,27	0,32	0,33	0,00	0,00	0,00	0,00
Euro	0,76	0,46	0,24	0,34	0,15	0,21	0,18	0,18
Outros Desenvolvidos	0,84	0,89	0,85	0,85	0,67	0,75	0,63	0,66
Em Desenvolvimento	0,99	0,98	0,97	0,98	0,97	0,93	0,86	0,91
América Latina	1,00	0,99	0,99	0,99	1,00	0,99	0,97	0,99
Oriente Médio e África	0,98	0,97	0,96	0,97	0,77	0,78	0,77	0,77
Ásia e Pacífico	0,97	0,95	0,92	0,94	0,92	0,78	0,71	0,78
Leste Europeu	1,00	1,00	0,99	1,00	0,96	0,91	0,80	0,85

Tabela 3: Países com OSIN3 abaixo de 0,8, excluindo os centros financeiros em 1993 e 2006

	Não-Euro		Euro	
	1993	2006	1993	2006
África do Sul	1	0	Alemanha	0 0,160339
Austrália	0,512667	0,445663	Áustria	0,859428 0,344324
Canadá	0,452375	0,493835	Bélgica	0,866995 0,094305
Cingapura	0,93126	0,558885	Espanha	0,374302 0,067122
Eslováquia		0,185039	Finlândia	0,967329 0,216094
Eslovênia		0,69142	França	0,318143 0,158242
Hong Kong	0,723706	0	Grécia	1 0,083964
Moroccos		0,776091	Irlanda	0,961527 0,279005
Noruega	0,990285	0,77046	Itália	0,201322 0,082632
Nova Zelândia	0,878954	0	Luxemburgo	0 0,429288
Rep. Tcheca	1	0	Países Baixos	0,657937 0,305073
Suécia	0,950028	0,793516	Portugal	0,640113 0,015898
Tailândia	0,971739	0,77054		
Turquia	1	0,766639		

Nota: Em 1993 havia 14 países e ,em 2006, 26 países, inclusive países em desenvolvimento.

Figura 4: Original Sin e Regime Cambial de países que não são da Zona Euro e possuem OSIN < 0,8



O regime cambial é medido usando o índice desenvolvido por Levy-Yeyati e Sturzenegger, como uma média do período 2002-2004. 1 corresponde a flutuante e 3 é fixo.

Tabela 4: Medidas de Original Sin por país

	OSIN1					OSIN3			
	1993-1998	1999-2001	2002-2006	1993-2006	2006	1993-1998	1999-2001	2002-2006	1993-2006
África do Sul	0,950329	0,872471	0,815382	0,853147	0,716761	0,331127	0,073401	0	0
Alemanha	0,68978	0,352836	0,202588	0,26247	0,203294	0	0	0,120246	0
Argélia	1			1		1			1
Antilhas Holandesas	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Arábia Saudita			0,899191	0,899191	0,9519			0,899101	0,899101
Argentina	0,984445	0,973725	0,991406	0,984451	0,991723	0,983538	0,972669	0,990664	0,983573
Aruba	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Austrália	0,673605	0,822701	0,845347	0,80397	0,839225	0,484598	0,658331	0,491798	0,515906
Áustria	0,953423	0,714379	0,428424	0,590123	0,344969	0,911005	0,695847	0,425767	0,576144
Bahamas	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Bahrein	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Barbados	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Bélgica	0,852654	0,367005	0,108738	0,283636	0,099712	0,676268	0,246717	0,084956	0,217962
Bolívia	1			1		1			1
Brasil	1	1	0,985349	0,993972	0,951526	0,999929	0,999869	0,958714	0,982956
Bulgária	1	1	1	1	1	1	1	0,985818	0,995988
Canadá	0,790801	0,852032	0,751396	0,784232	0,693684	0,574125	0,751873	0,622646	0,632133
Catar	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cazaquistão	1	1	1	1	1	1	1	0,965847	0,975606
Chile	1	1	1	1	1	1	0,97657	0,988088	0,987251
China	1	1	0,963916	0,986117	0,918244	1	1	0,954633	0,982545
Chipre	0,892669	0,952464	0,99614	0,979834	1	0,892889	0,952219	0,996147	0,979819
Cingapura	0,972017	0,927037	0,836446	0,859575	0,840153	0,944143	0,644485	0,562113	0,599404
Colômbia	1	1	0,954231	0,972264	0,894657	1	1	0,944423	0,96632
Coréia do Sul	1	0,999983	0,996293	0,998155	0,995357	0,999063	0,996617	0,989073	0,993587
Costa Rica	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Dinamarca	0,912604	0,941575	0,977247	0,95079	0,985416	0,763625	0,687636	0,879422	0,812114
Egito		1	1	1	1		0,924667	0,982105	0,958182
El Salvador		1	1	1	1		1	1	1
Emirados Árabes Unidos			0,973452	0,973452	0,962481			0,973439	0,962771
Equador	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Eslováquia	1	0,982697	0,935124	0,956921	0,933198	0,971274	0,838343	0,385746	0,588925
Eslovênia	1	1	0,971827	0,982876	0,944841	1	1	0,869371	0,920599
Espanha	0,929042	0,51585	0,091566	0,173968	0,071412	0,372076	0,316413	0,079166	0,114368
Estados Unidos	0,264281	0,139899	0,16838	0,172302	0,192874	0	0	0	0
Estônia	1	1	1	1	1	0,925414	0,892168	0,998312	0,984909
Filipinas	0,992875	0,995877	0,999133	0,99705	0,999201	0,987014	0,988037	0,998483	0,993716
Finlândia	0,973506	0,758365	0,27168	0,59537	0,21645	0,951676	0,726196	0,268321	0,581241
França	0,57497	0,362714	0,210416	0,298523	0,204567	0,138997	0,09962	0,124809	0,123329
Grécia	0,982487	0,823101	0,155447	0,392864	0,085224	0,894587	0,62977	0,149545	0,348855
Guatemala	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Hong Kong	0,8473	0,780504	0,695915	0,748428	0,714736	0,554311	0	0	0,02533
Hungria	0,999901	1	0,996521	0,998443	1	0,999596	0,983214	0,797306	0,908514
Índia	1	1	1	1	1	1	1	0,990264	0,995232
Indonésia	0,983602	0,989464	1	0,990904	1	0,982574	0,984327	0,961417	0,974445
Irlanda	0,971299	0,614368	0,272312	0,356227	0,279047	0,940918	0,605299	0,272	0,352784
Islândia	1	1	0,931486	0,941319	0,930301	0,987259	0,993298	0,884536	0,899694

Figura 5: OSIN1 na Zona do Euro

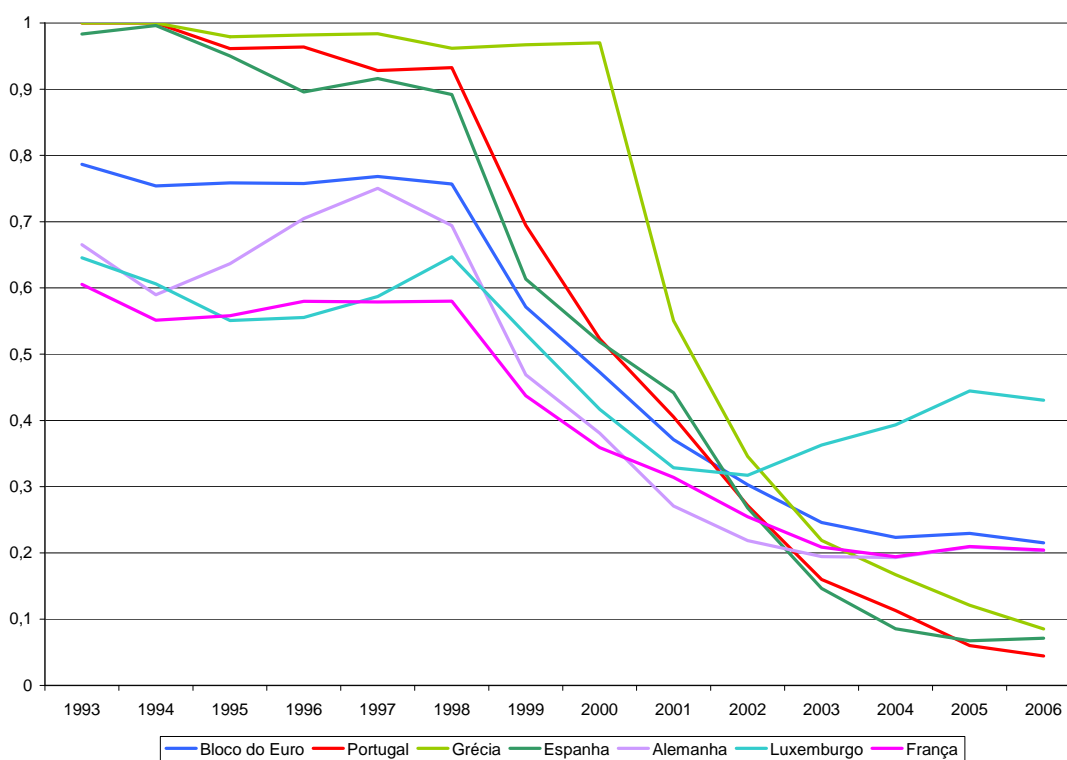


Figura 6: OSIN3 na Zona do Euro

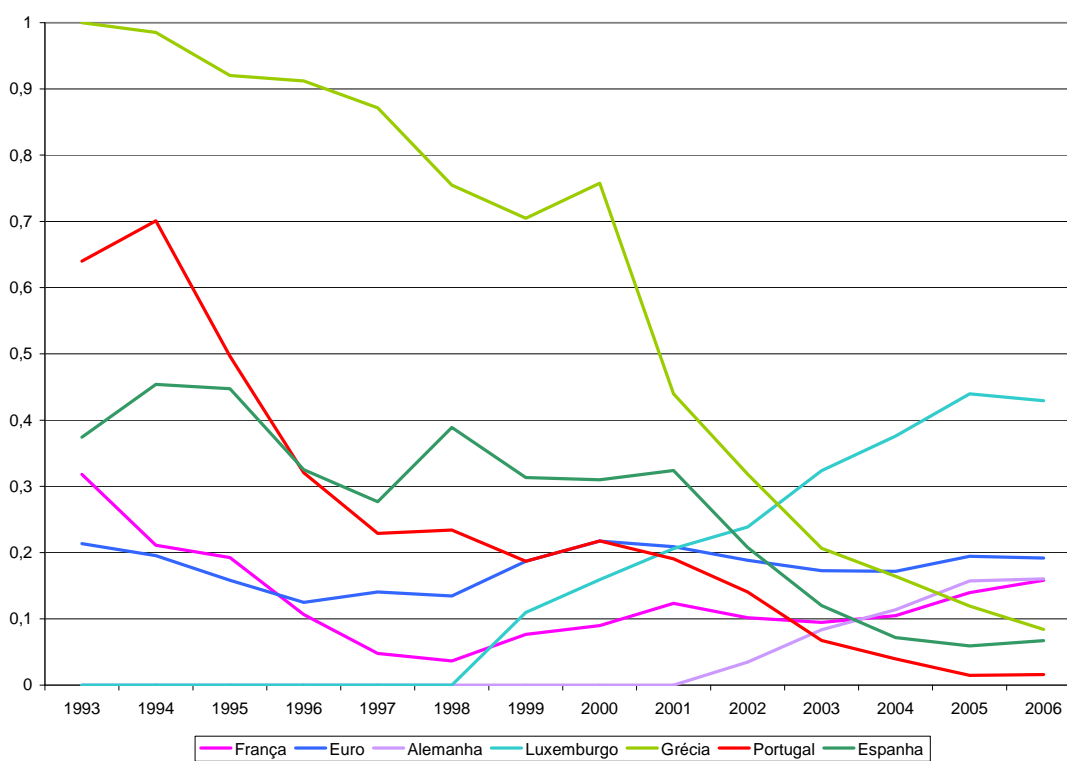
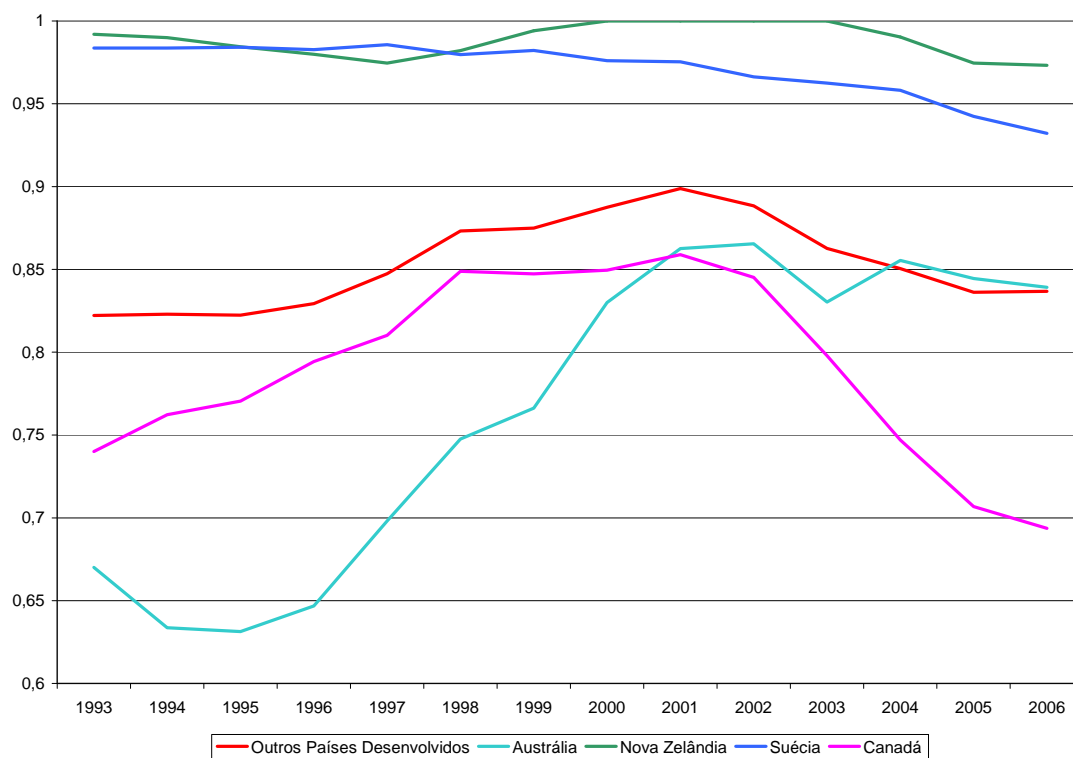
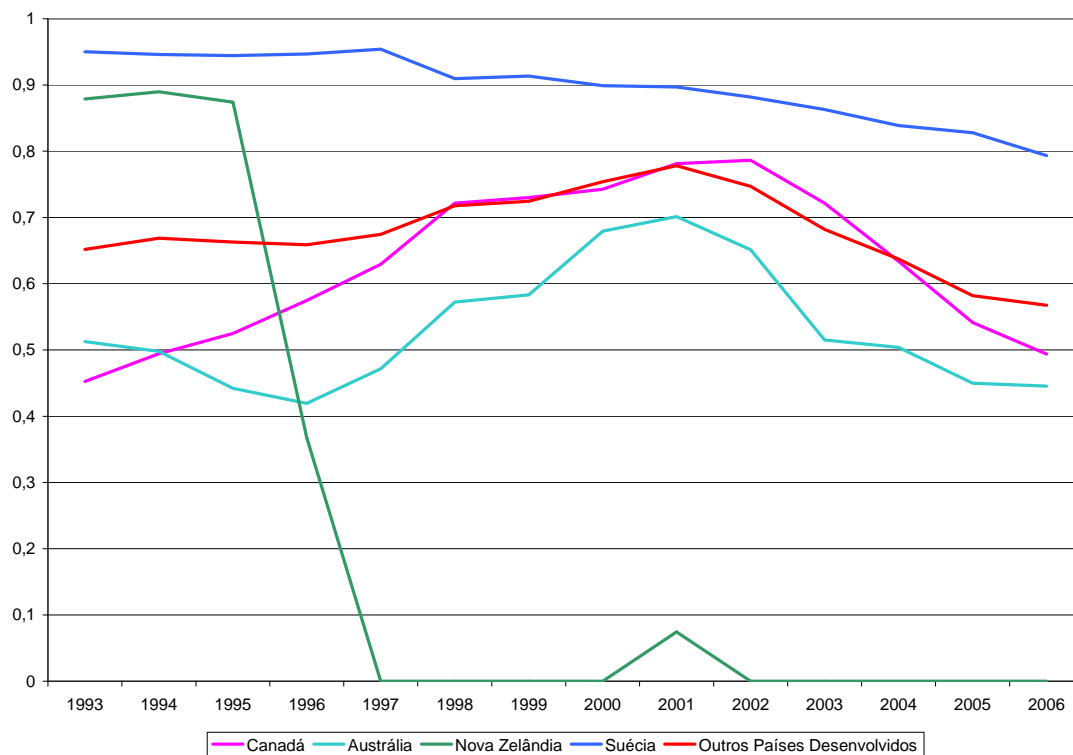


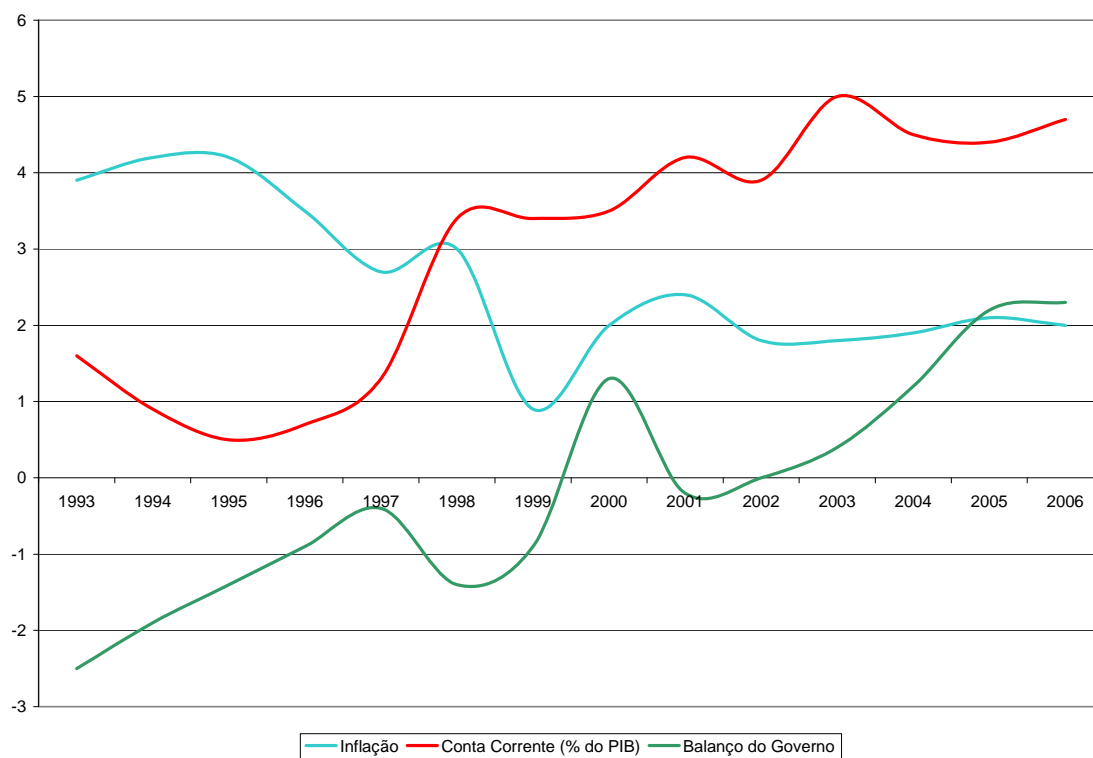
Figura 7: OSIN1 de Outros Países Desenvolvidos

Fonte: IMF World Economic Outlook

Figura 8: OSIN3 de Outros Países Desenvolvidos

Fonte: IMF World Economic Outlook

Figura 8: Inflação, Conta Corrente e Balanço do Governo nos Outros Países Desenvolvidos

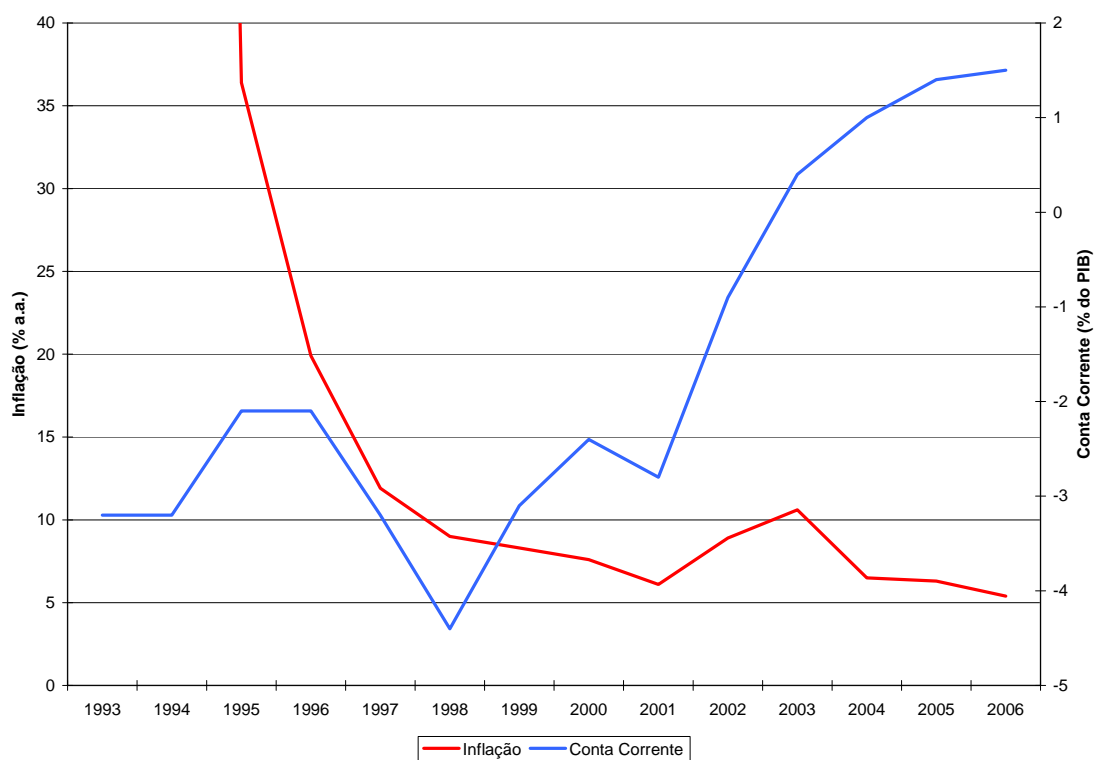


Fonte: IMF World Economic Outlook

Tabela 6: OSIN1 e OSIN3 da América Latina

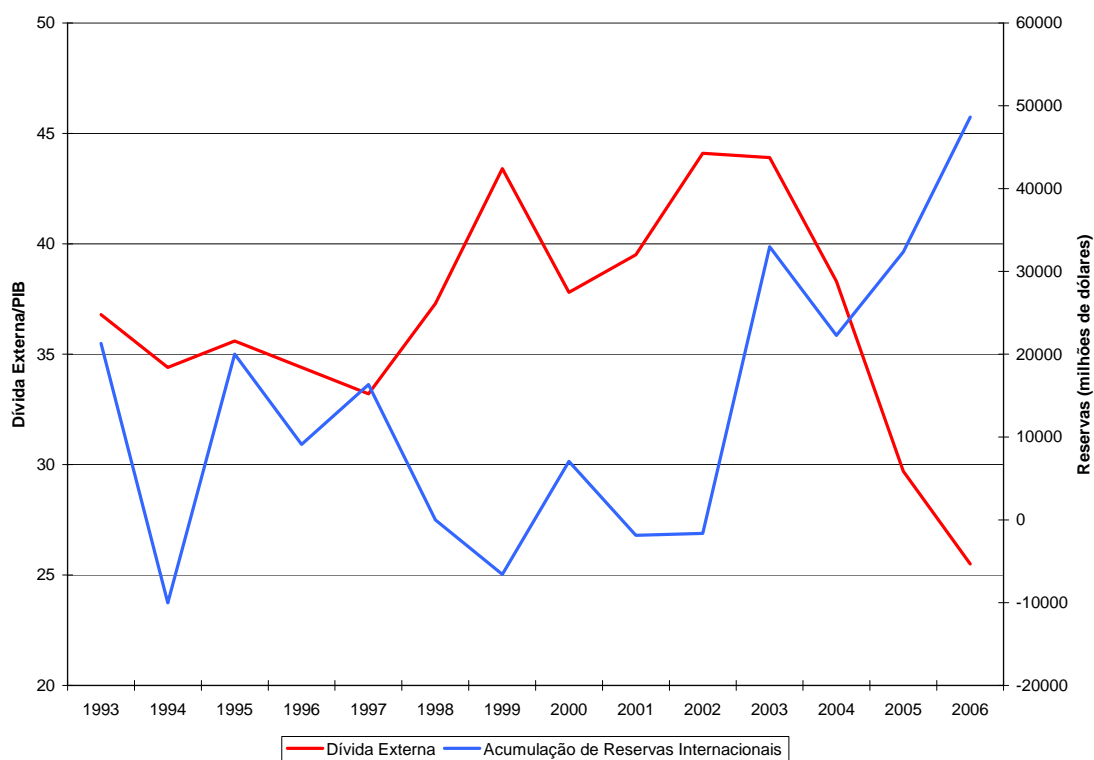
	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06
OSIN1					
Argentina	0,991847	0,991065	0,991577	0,99067	0,991723
Bolívia					
Brasil	1	1	0,999313	0,973988	0,951526
Chile	1	1	1	1	1
Colômbia	1	1	0,972143	0,923561	0,894657
Costa Rica	1	1	1	1	1
El Salvador	1	1	1	1	1
Equador	1	1	1	1	1
Guatemala	1	1	1	1	1
Jamaica	1	1	1	1	1
México	1	1	1	0,992984	0,975766
Nicarágua					
Panamá	1	1	1	1	1
Peru	1	1	1	0,972309	0,974451
Rep. Dominicana	1	1	1	1	1
Suriname	1	1	1		
Trinidad e Tobago	1	1	1	1	1
Uruguai	1	0,956824	0,876712	0,885487	0,919096
Venezuela	1	1	1	1	1
América Latina	0,997664	0,996872	0,994654	0,983965	0,973619
OSIN3					
Argentina	0,991849	0,991067	0,991577	0,990519	0,98713
Bolívia					
Brasil	1	1	0,994995	0,932624	0,860406
Chile	0,973098	0,992948	0,99333	0,995036	0,982786
Colômbia	0,993586	0,993891	0,965578	0,912106	0,877955
Costa Rica	1	1	1	1	1
El Salvador	1	1	1	1	1
Equador	1	1	1	1	1
Guatemala	1	1	1	1	1
Jamaica	1	1	1	1	1
México	0,99604	0,997196	0,991803	0,944319	0,850182
Nicarágua					
Panamá	1	1	1	1	1
Peru	1	1	1	0,972309	0,974451
Rep. Dominicana	1	1	1	1	1
Suriname	1	1	1		
Trinidad e Tobago	1	1	1	1	1
Uruguai	1	0,956768	0,87675	0,885537	0,919098
Venezuela	1	1	1	1	1
América Latina	0,99559	0,995826	0,991536	0,962647	0,923506

Figura 9: Conta Corrente e Inflação na América Latina



Fonte: IMF World Economic Outlook

Figura 10: Acumulação de Reservas Internacionais e Dívida Externa na América Latina



Fonte: IMF World Economic Outlook

Figura 11: OSIN1 e OSIN3 da África e Oriente Médio

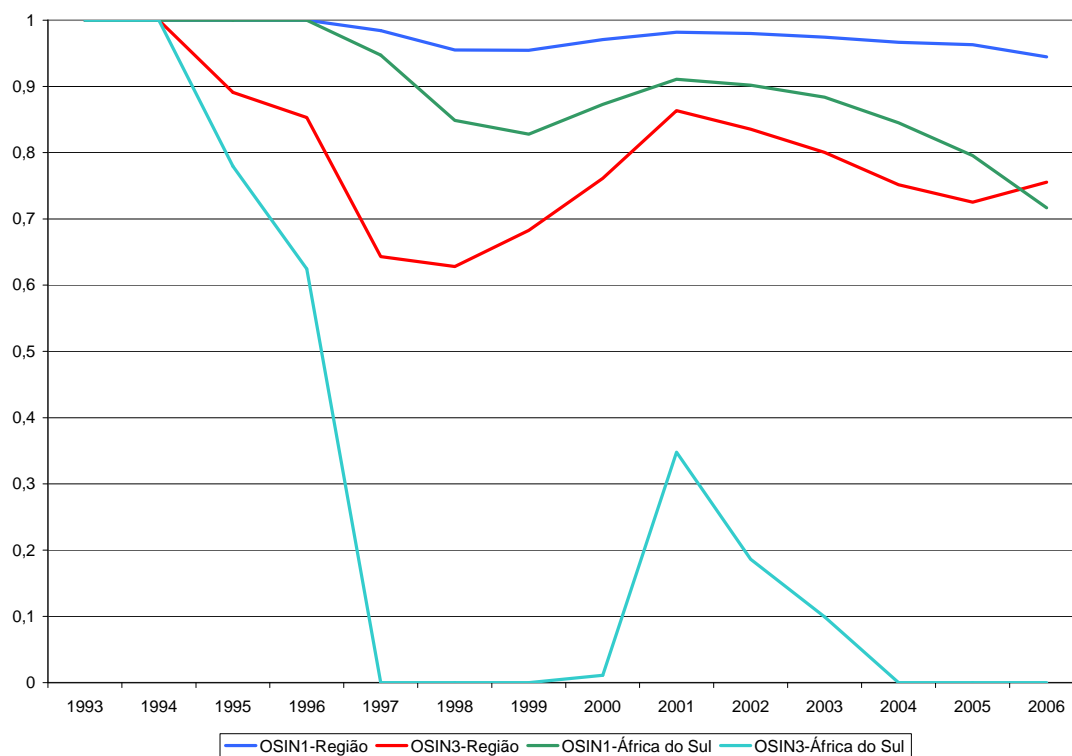
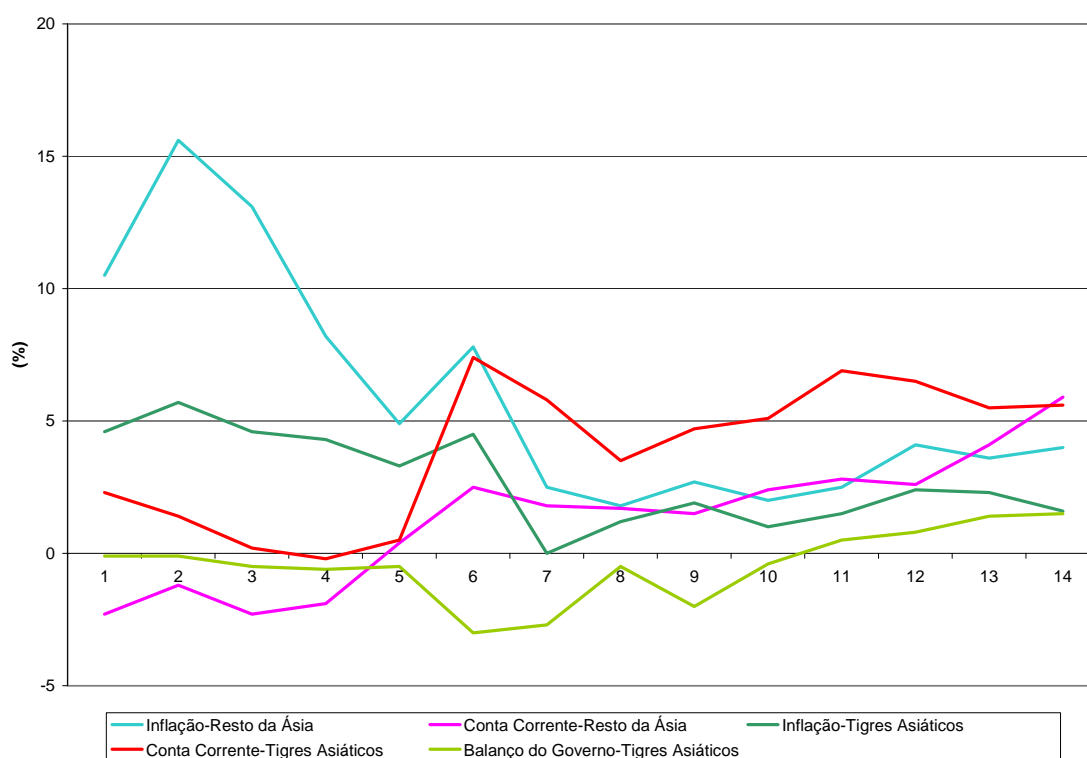
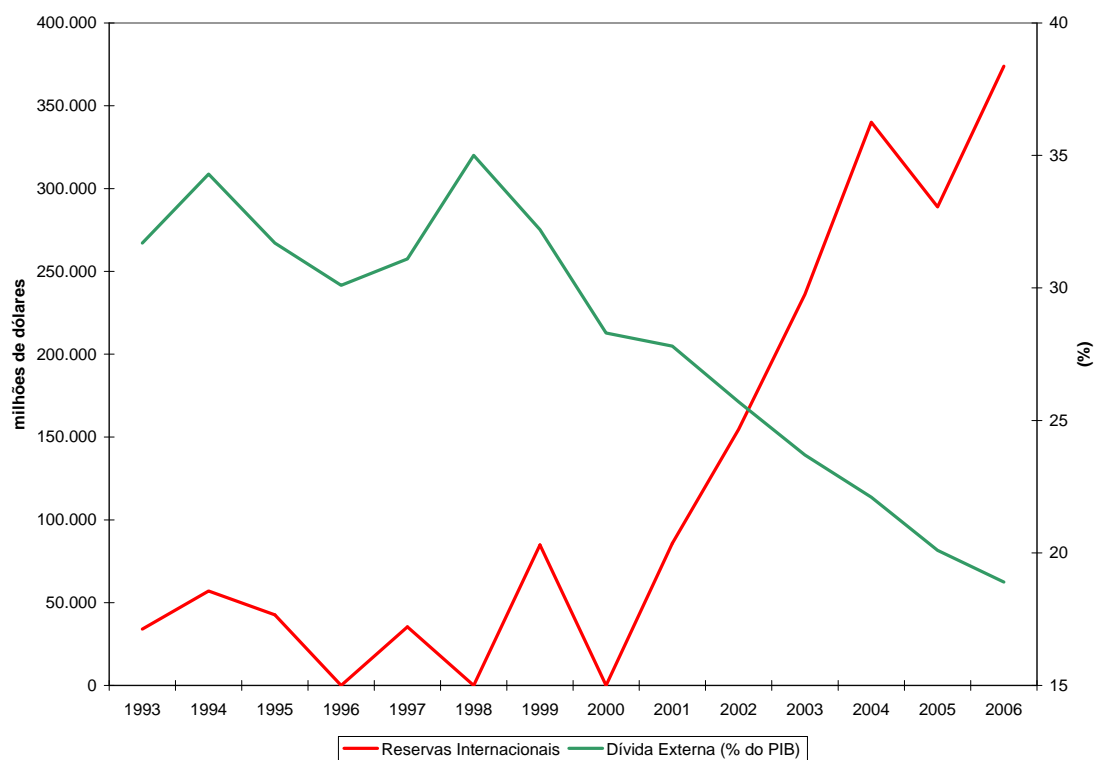


Figura 12: Inflação, Conta Corrente e Balanço do Governo de toda a Ásia



Fonte: IMF World Economic Outlook

Figura 13: Acumulação de Reservas e Dívida Externa do Resto da Ásia



Fonte: IMF World Economic Outlook

Figura 14: OSIN1 da Ásia

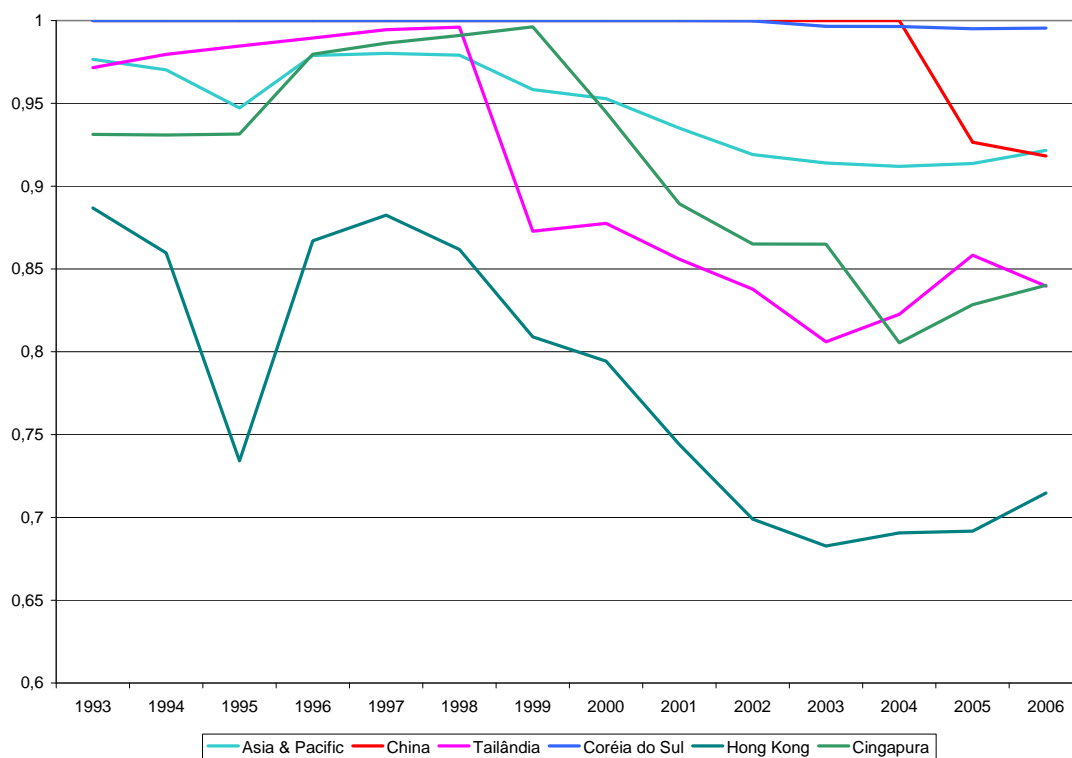


Figura 15: OSIN3 da Ásia

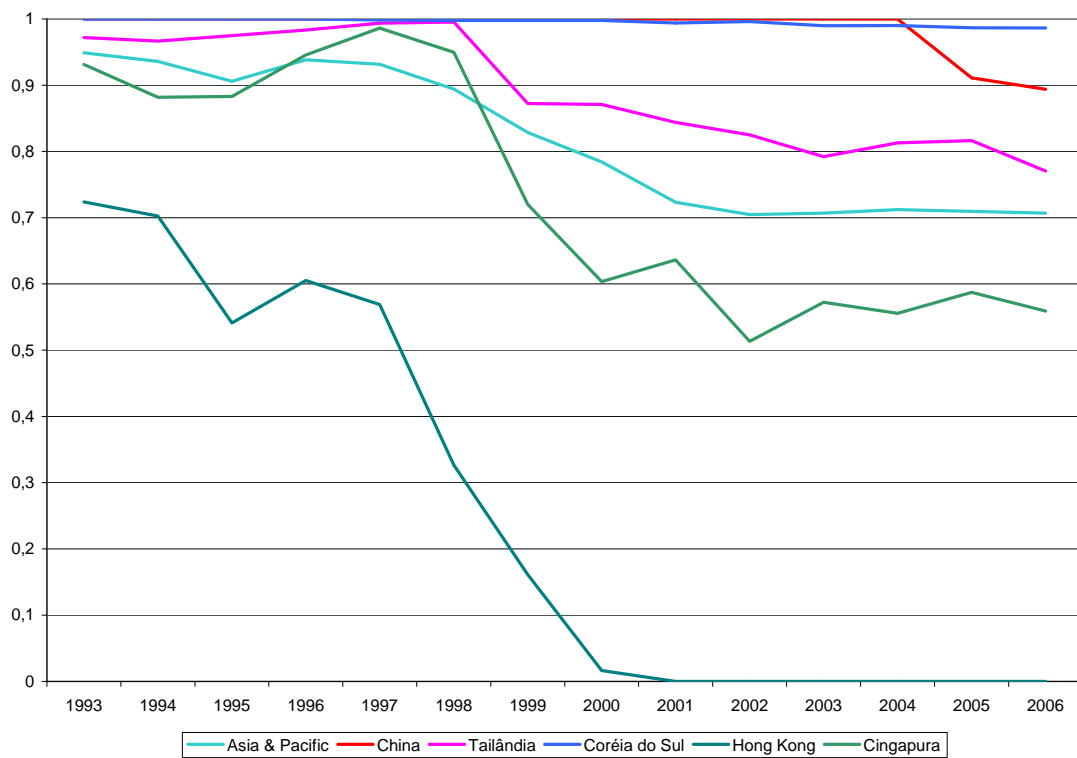


Figura 16: OSIN1 – Leste Europeu

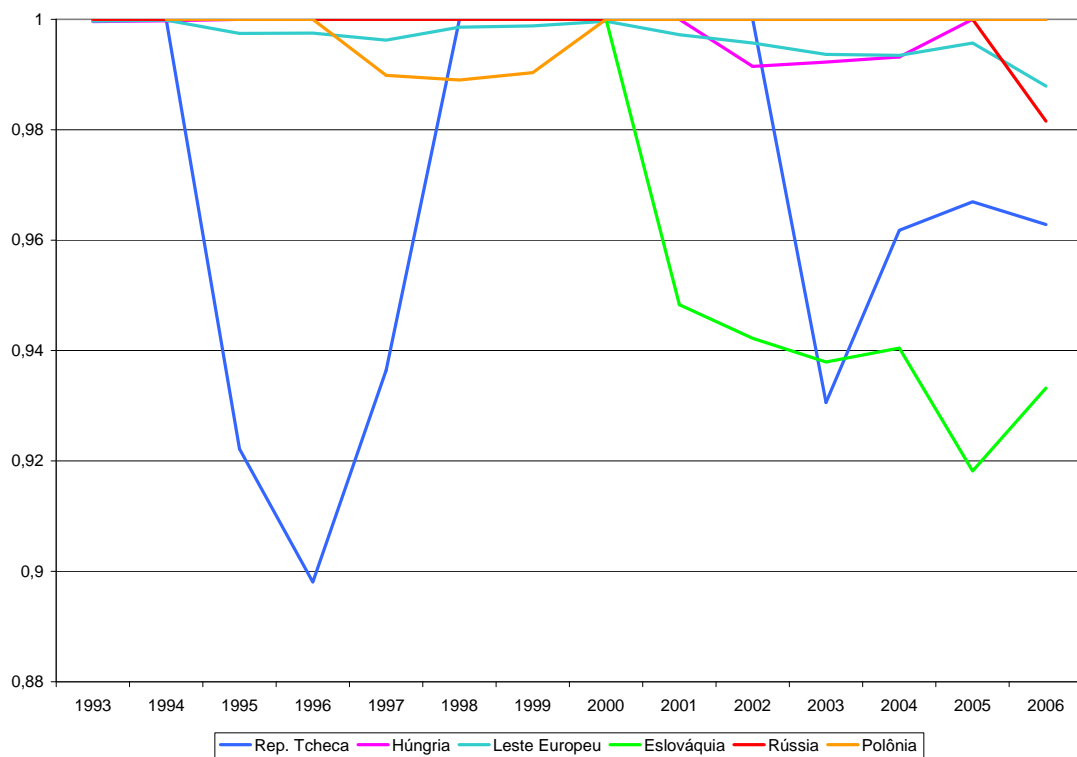
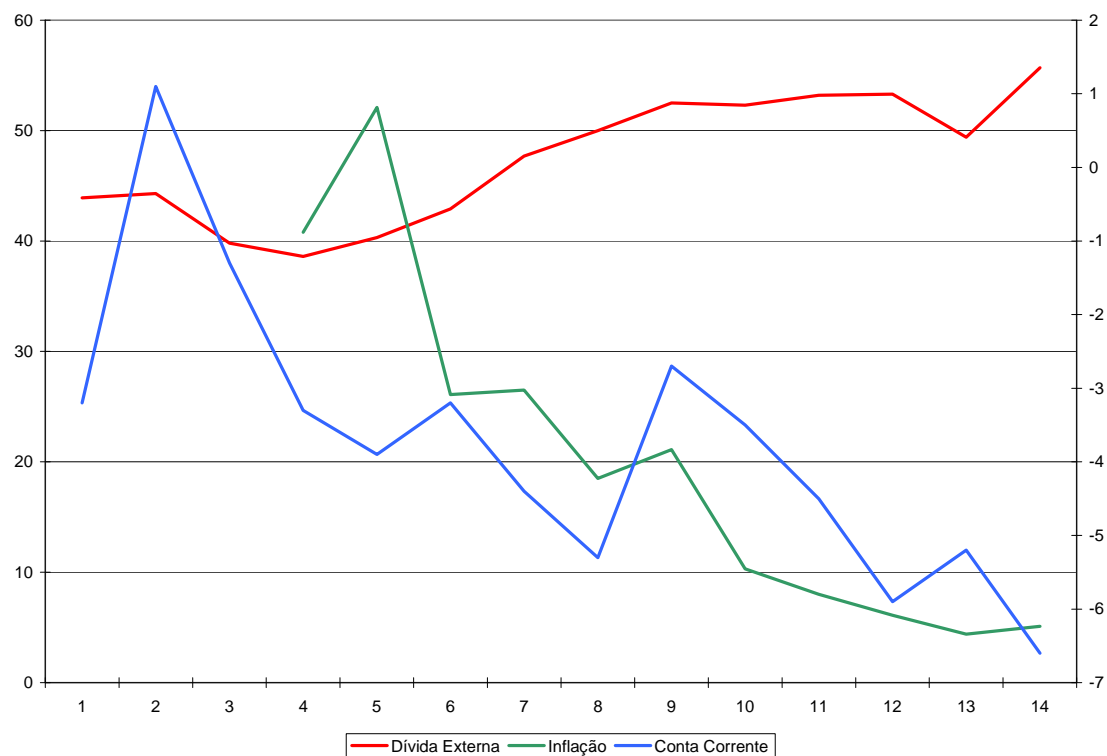


Figura 17: Inflação e Dívida Externa/PIB (à direita) e Conta Corrente (à esquerda)



Fonte: IMF World Economic Outlook

Figura 18: OSIN3 – Leste Europeu

