

Dívida Externa e Volatilidade dos Bradies Brasileiros no período 1996-1999

Marcelo A. Arbex ¹
Wallace P. Santos ²

Resumo

Este trabalho tem como objeto de estudo o mercado de títulos da dívida externa brasileira. No desenvolvimento deste objetivo, faz-se uma retrospectiva histórica do endividamento externo brasileiro e como cada governo o tratou, enfatizando a década de 90, período no qual o Brasil reestruturou seu débito externo através do Plano Brady. Analisou-se o comportamento dos bradies frente as crises globais, asiática e russa, e doméstica (desvalorização do real), ocorridas neste decênio, via cálculo de volatilidade histórica. O C-Bond foi o brady que apresentou maior volatilidade no período analisado, especialmente durante as crises. Os três títulos - C-Bond, IDU, EI - mantiveram um alto grau de correlação.

Palavras-Chaves: Dívida Externa, Bradies, Volatilidade, Plano Brady, Brasil

Abstract:

This paper analyses Brazilian extern debt bonds market. The historical evaluation of Brazilian extern debt and how each policymaker deal with this question are showned in details. Ninety years has special attention because during this period Brazil restructured its debt by Brandy Plan. Using historical volatility the bradies market behavior is analyzed during Asian, Russian and domestic (Real devaluation) crises. C-Bond showed the biggest volatility, specially during these crises. Three bonds - C-Bond, IDU, EI - have high correlation.

Key words: Extern Debt, Bradies, Volatility, Brady Plan, Brazil

BIBLIOTECA



¹ Professor do Departamento de Economia, UFV (MG).

² Bacharel em Economia pelo Departamento de Economia, UFV (MG).

Reuna

Belo Horizonte,

v. 5, n.º 3 (13).

p. 13-43.

Campos, Haroldo 13
Dezembro, Machado

“Rosemeire de Fátima Machado”
- UNA -

Introdução

A dívida externa vem se constituindo em um dos principais problemas macroeconômicos dos países em desenvolvimento. Este fenômeno decorre, invariavelmente, do baixo volume de poupança interna gerado nessas economias.

Historicamente, os países subdesenvolvidos sempre recorreram à poupança externa no intuito de atender às suas necessidades de investimento. Quando a obtenção desses recursos não era possível através de superávits comerciais ou de investimentos diretos, a solução apontava o caminho dos empréstimos externos.

Com o surgimento dos organismos de crédito multilateral, tais como o BID - Banco Interamericano de Desenvolvimento, o BIRD - Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento ou World Bank, e o FMI - Fundo Monetário Internacional, tornou-se mais fácil a obtenção de empréstimos de capital estrangeiro, os quais eram abundantes e de custo reduzido (ANDIMA, 1995).

O Brasil não ficou indiferente a este novo cenário de benesses creditícias, passando então a endividar-se sistematicamente, sobretudo na década de 70, período em que o governo brasileiro já tinha utilizado ao extremo os mecanismos de extração de "poupança forçada" (FGTS, PIS/PASEP, etc.).

Esta política, no entanto, começou a malograr com os dois choques do petróleo (1973 e 1979) e a política monetária restritiva do FED - o Banco Central norte-americano - que elevou os juros para cobrir o déficit público naquele país.

Um dos aspectos mais perniciosos dessa crise são os vultosos aportes de capital remetidos pelos países devedores às instituições credoras internacionais.

De acordo com Meyer e Marques (1989), esta evasão de capitais, conhecida como Renda Líquida Enviada ao Exterior, reverteu de maneira abrupta a direção dos fluxos de capitais internacionais, transformando prematuramente as economias em desenvolvimento em exportadoras de recursos.

A resultante deste fato foi a escassez de divisas e o retardamento do desenvolvimento econômico na maior parte dos países do Terceiro Mundo (Rodrigues, 1989). Sendo assim, tornou-se latente a necessidade de se repensar a dívida externa no que tange a um plano de reajustamento e de maiores perspectivas para as nações inadimplentes.

O Plano Brady representou uma nova fase na negociação da dívida externa, na medida em que facilitou o diálogo entre nações devedoras e credoras, reconheceu a gravidade do problema da dívida externa, e propôs alternativas que amenizassem a crise da dívida e impedissem a completa insolvência dos países devedores.

Em 10 de março de 1989, o secretário do Tesouro norte-americano, Nicholas Brady, anunciou durante a Conferência sobre a Dívida Externa do Terceiro Mundo promovida pela Comissão Bretton Woods e a Instituição de Brookings uma nova estratégia de renegociação da dívida externa dos países devedores: O Plano Brady.

Segundo a ANDIMA (1995), o fator mais relevante na busca de uma solução permanente para a crise da dívida externa foram as pressões políticas exercidas pelos países devedores, embora tenham sido feitas de maneira isolada.

Para Brainard e Taylor (s.d.), este plano reconheceu a incapacidade das nações devedoras de restituir integralmente seus credores, mesmo se estes assegurassem a extensão dos empréstimos ou a dilatação dos prazos de pagamento.

Sendo assim, o elemento essencial desse acordo, conforme Mól (1998), foi a renovação da dívida velha objeto de reestruturação, mediante sua troca por bônus de emissão do governo do país devedor, cujos termos envolvem a entrada de dinheiro novo e o abatimento do encargo da dívida, seja sob a forma de redução do principal, seja por alívio da carga de juros.

Em linhas gerais, o Plano Brady apresenta certas peculiaridades econômicas: (i) apropriação do desconto a partir de negociações voluntárias, caso a caso, entre os países devedores e o mercado financeiro privado; (ii) o papel do FMI e do Banco Mundial de provedores de recursos aos devedores, tanto para a recompra direta como para viabilizar as operações de securitização da dívida (ANDIMA, 1995). A partir daí, desenvolveu-se sobremaneira o mercado de Brady Bonds, os quais permitiram aos países em desenvolvimento retomar o desenvolvimento econômico, ao mesmo tempo em que poderiam saldar suas dívidas a um custo reduzido e, conseqüentemente, restabelecer seu acesso aos mercados de capitais internacionais.

A securitização da dívida externa brasileira, decorrente da criação do mercado de Brady Bonds, tornou os bradies brasileiros muito voláteis, isto é, eles tornaram-se muito suscetíveis às mudanças na economia mundial.

Gradativamente, vários países endividados iniciaram a renegociação dos seus débitos no âmbito do Plano Brady. Na América Latina. México, Costa Rica e Venezuela foram os pioneiros neste tipo de acordo, sendo seguidos por Uruguai, Argentina, Brasil e outros.

O acordo da dívida externa brasileira contemplou a permuta, em 15 de abril de 1994, da dívida do setor público por um menu de opções contendo seis tipos de bônus, emitidos pela União.

Segundo a ANDIMA (1995), além de conter 6 tipos de bônus, o menu de opções apresenta uma Restructuring Option, cuja inclusão atende a interesses de ordem regulatória e fiscal para alguns credores, não representando inconveniente para o Brasil.

Não obstante ter financiado sozinho os bônus de garantia, o governo brasileiro dependeu de um waiver (suspensão de cláusula) do Comitê Assessor dos Bancos, a fim de remover, temporariamente, a exigência de um acordo com o FMI. Os bancos privados internacionais responderam favoravelmente ao pedido, garantindo a adesão suficiente para assegurar a viabilização do acordo dentro do Plano Brady.

Os bônus emitidos pelo governo brasileiro como contratos de títulos da dívida externa foram os seguintes: Discount Bond, Par Bond, Flirb, C-Bond, Debt Conversion Bond e New Money Bond.

Além desses, constam na carteira dos investidores privados externos outros títulos, tais como o IDU (Interest Due and Unpaid), com prazo de 10 anos e o EI (Elegible Interest Bond), com prazo de 12 anos.

De acordo com o Bacen (1994), citado por Calderon (1997), o IDU refere-se aos juros devidos e não pagos, negociados no mercado secundário desde a década de 80. O EI, por sua vez, foi emitido para substituir os juros não pagos pelo setor público entre 1991 e a data da conversão, 15 de abril de 1994 (ANDIMA, 1995). Cerqueira (1997) afirma que a partir desse acordo, a União tomou-se responsável pelas obrigações financeiras junto aos credores, ao passo que ao Banco Central coube a tarefa de implementar e administrar os contratos de reestruturação da dívida externa, com o conseqüente cumprimento dos programas de pagamento e demais condições ali previstas.

Existem opiniões distintas acerca do Plano Brady e de sua real capacidade de aliviar a carga da dívida sobre as nações devedoras: Sachs e Larrain (1998) decla-

ram que, após a assinatura do acordo, México e Costa Rica conseguiram uma redução inicial de 35% e 65% de sua dívida, respectivamente.

Segundo a Brady Net Incorporation (1996) este programa de reestruturação causou uma importante mudança na rota dos investimentos, pois estes passaram a retornar à América Latina.

Além disso, o programa permitiu a restauração da credibilidade às nações em desenvolvimento, assim como um rápido retorno do capital investido à região, sendo que desta vez os novos investimentos vieram na forma de securities.

Se por um lado a securitização da dívida externa aumentou a vulnerabilidade de muitas nações em desenvolvimento às mudanças no ambiente financeiro internacional e aos choques em quaisquer dos principais mercados dos países emergentes, por outro lado a securitização abriu um caminho para os investidores tornarem-se mais sensíveis às diferenças e similaridades na performance econômica e à estabilidade política entre as nações em desenvolvimento.

Devlin (1990) reforça a idéia de que o Plano Brady é uma resposta adequada aos países em sérias dificuldades e excessivamente endividados.

Contudo, Pereira (1996) afirma que o Plano Brady foi uma solução limitada para crise da dívida, o que se deve em parte à recusa dos países credores em aceitar uma redução negociada e global da dívida. Além disso, criou-se na presente década uma perigosa mentalidade de que a crise da dívida está definitivamente superada.

Assim, dada a relevância do tema, torna-se importante uma análise descritiva da dívida externa brasileira, especialmente na década de 90, bem como uma abordagem sobre o comportamento dos principais títulos brasileiros no exterior, emitidos a partir do Plano Brady.

O objetivo geral deste trabalho é analisar o mercado de títulos da dívida externa brasileira a partir do plano de reestruturação, denominado Plano Brady, a partir de um levantamento histórico da dívida externa brasileira, enfocando principalmente a década de 90 e analisando o comportamento do mercado de títulos da dívida externa brasileira, através das suas cotações, diante das crises asiática e russa, e da desvalorização do Real. Calcula-se, ainda, a volatilidade dos brades brasileiros (C-Bond, IDU e EI) para o período de fevereiro de 1996 a junho de 1999, procurando verificar a existência de correlação entre os títulos C-Bond, IDU, EI.

2. A Dívida Externa Brasileira nas Décadas de 80 e 90

2.1. A década de 80: o problema do ajustamento e a reversão do fluxo

Este decênio foi marcado por inúmeras perturbações econômicas e políticas na América Latina e em todo o mundo. Conforme atesta Cavalcanti (1986, pág. 28), "as modificações no cenário externo que haviam se delineado no final da década de 70 tomam forma definitiva a partir de 1980".

O choque do petróleo (o preço do barril saltou de US\$12,23 em 1978 para US\$29,98 em 1980), a brusca elevação das taxas de juros internacionais, tais como a Libor (London Interbank Offered Rate) e a Prime rate (taxa de juros no mercado primário norte-americano), e por fim, a recessão nos países desenvolvidos caracterizada por tímidas taxas de crescimento foram os ingredientes necessários para deixar os países subdesenvolvidos em situação delicada.

Diante da envergadura da crise internacional, os bancos comerciais decidiram reduzir o fluxo de recursos financeiros para os países subdesenvolvidos. Esta atitude foi responsável por uma verdadeira reversão dos fluxos financeiros, uma vez que o pagamento de juros excedia a entrada líquida de capitais.

Esta crise, cujo ponto culminante foi o ano de 1982, teve por origem, na visão de Cerqueira (1997), diversos fatores sucessivos (i) instabilidade política no Oriente Médio; (ii) insolvência da Polônia; (iii) dificuldades enfrentadas por grandes empresas alemãs, canadenses e americanas; (iv) guerra das Malvinas, envolvendo Inglaterra e Argentina, no Atlântico Sul; (v) a moratória do México, em agosto de 1982 e (vi) o insucesso da reunião do FMI, em setembro de 1982 na cidade de Toronto, em que se esperava a criação de um fundo de emergência de US\$25 bilhões.

Paralelamente, o Governo do General João Baptista Figueiredo apresenta ao país o 3o PND, o qual iria nortear a política econômica nacional no período 1980-85. Mesmo com todo o esforço de substituição de importações (PROÁLCOOL, por exemplo) e de expansão das exportações, o 3o PND acabou por privilegiar, segundo o Gonzalez et alii (1990) estratégias de curto prazo, em face do quadro adverso.

De acordo com Meyer e Marques (1989), entre 1982 e 1987, os países da América Latina, em conjunto, transferiram cerca de US\$ 147,5 bilhões para o resto do mundo, algo em torno de 23,4% de suas exportações.

A prevalência da crise se deu, em grande parte, porque o esforço exportador paou-se em bases fracas: desvalorizações acentuadas da taxa de câmbio e recessão interna, o que desestruturou por completo as economias dos países devedores.

Meyer e Marques (1989) ainda ressaltam a queda nos preços das commodities exportadas pelos países da América Latina. Ou seja, embora o quantum exportado tenha aumentado em 35% entre 1980 e 1988, o valor monetário das exportações permaneceu inalterado.

Ferrer (1987) relata que, aos poucos, os prognósticos dos credores internacionais sobre a iminente recuperação da atividade econômica latino-americana não se cumpriam. De fato, conforme analisou Campos (1989), a cartilha econômica monetarista do FMI - dentro da mais rigorosa ortodoxia - não fora capaz de devolver aos países devedores a austeridade monetária. Ao contrário, houve um agravamento generalizado dos problemas sociais.

Assim, o período que vai de 1982 a 1985 é caracterizado por uma postura de rompimento do mercado financeiro internacional, graças à moratória mexicana e, logo após, o pedido de socorro de países como Brasil, Argentina, Bolívia, Chile, Venezuela e Uruguai.

Esta situação de impassibilidade dos credores internacionais perduraria até outubro de 1985, quando o então Secretário do Tesouro norte-americano, James Baker, durante as reuniões anuais do BIRD e do FMI em Seul, promulgou o Plano Baker.

Nesta postura política menos severa dos governos credores, a iniciativa principal, de acordo com Ferrer (1987), foi avaliar o processo de ajuste e vinculá-lo ao desenvolvimento econômico.

Segundo a ANDIMA (1995), o Plano Baker propunha que os bancos credores expandissem seu grau de exposure (grau de exposição de um banco em relação a suas aplicações nos diversos países) aos países em desenvolvimento em 2,5% ao ano, ou US\$7 bilhões, durante 3 anos. Como contrapartida, o BIRD e os bancos de desenvolvimento regional deveriam duplicar seus desembolsos líquidos, aumentando a taxa no montante de US\$13 bilhões ao ano.

Os países devedores, por sua vez, deveriam neste período (1985-88) "fazer o dever de casa", que correspondia à implementação de reformas de cunho monetarista, como: políticas de combate à inflação e ao déficit público; diminuição da intervenção do Estado e; maior abertura ao capital externo, casando financiamento e ajustamento de curto prazo com reformas estruturais.

Vale ressaltar que os governos credores continuaram a se opor peremptoriamente à qualquer redução negociada da dívida, visando assim a saúde financeira dos bancos, embora apoiassem o abrandamento a curto prazo da carga da dívida, permitindo que os países devedores renegociassem e esticassem o cronograma de pagamentos.

O Plano Baker, no entanto, malogrou. Suas principais deficiências, de acordo com a ANDIMA (1995), foram o escopo limitado, a dificuldade de mobilização dos empréstimos e a exagerada prudência no aumento do grau de exposure dos bancos.

Campos (1989) aponta ainda mais duas razões para o fracasso: os 15 maiores países devedores, de 1985 a 1986, transferiram US\$7 bilhões (quantia líquida) aos credores; e os recursos prometidos pelo Plano Baker não foram concedidos, tendo sido dito às nações devedoras que buscassem por si só novos caminhos para a superação da crise do endividamento.

O insucesso deste plano deixou claro para a comunidade internacional que a solução do problema da dívida externa ultrapassa a simples concessão de prazos mais confortáveis: a solução a ser adotada, num primeiro momento, é a redução da dívida real.

Com a posse do Governo José Sarney, em março de 1985, surgiram dissenções crescentes entre as autoridades econômicas em relação, tanto ao acordo com os bancos credores, como ao programa de ajustamento com o FMI (Cavalcanti, 1986). O nível crítico da conjuntura econômica brasileira somado às frustradas tentativas de reestruturação da dívida externa, induziram o país ao inadimplemento.

Conforme afirmou Lopes (1983), situações de extrema gravidade exigem que todas as alternativas possíveis sejam consideradas, inclusive as que possam parecer irresponsáveis. Acreditando que a suspensão dos pagamentos iria aliviar o problema de caixa, o governo brasileiro decretou, em fevereiro de 1987, a moratória, suspendendo os pagamentos dos juros da dívida a médio e longo prazos junto aos bancos comerciais estrangeiros.

Esta medida, anunciada como uma panacéia para a economia, acabou agravando a saúde financeira do país, criando dificuldades no relacionamento com os credores externos (Cerqueira, 1997).

Em setembro de 1987, surge pela primeira vez a idéia de securitização da dívida externa, proposta pelo então Ministro da Fazenda Luiz Carlos Bresser Pereira. Sua intenção era trocar a dívida velha por bônus com prazos longos de vencimento e taxas de juros módicas. A idéia, no entanto, não vingou.

Somente em 1989 surge uma nova proposta para a dívida externa: O Plano Brady. Neste plano houve uma real preocupação em dirimir a dívida externa dos países superendividados.

O que se pode concluir da década de oitenta é que os países da América Latina se depararam com enormes dificuldades no pagamento do serviço da dívida. Além disso, experimentaram pífias taxas de crescimento econômico.

No Brasil, esta situação não diferiu muito, dado que os planos de estabilização, principalmente os da "Nova República" (Cruzado - fevereiro de 1986, Bresser - junho de 1987, e Verão - janeiro de 1989) pouca atenção deram ao problema da dívida.

Em função de diversas circunstâncias, entre as quais o risco de queda contínua das reservas, o governo brasileiro decidiu suspender, a partir de julho de 1989, as remessas para o exterior de determinados pagamentos (inclusive os devidos aos credores internacionais) a título de juros, os quais ficaram retidos junto ao Banco Central (Cerqueira, 1997).

Em linhas gerais, tanto do ponto de vista de crescimento econômico como do processo negocial da dívida, podemos dizer que a década de 80 foi uma "década perdida".

2.2. A década de 90: uma nova fase nas negociações

As frustradas tentativas de ajuste externo nos anos 80 praticamente obrigaram o novo governo que assumiu em março de 1990 a uma mudança de atitude no processo de negociação da dívida externa.

A forma como o governo José Sarney conduziu a política econômica, através de choques heterodoxos e contrariando o receituário econômico do FMI, não foi vista com bons olhos pelo Fundo.

Estes fatores, aliados à fragilidade política do referido governo (causada, entre outros fatores, pela proximidade do pleito e pelo insucesso dos planos de estabilização da Nova República), contribuíram para aumentar a desconfiança do FMI e do BIRD em relação ao comportamento futuro da economia brasileira, tornando-os, por conseguinte, mais reservados quanto à possibilidade de concessão de novos empréstimos (Gonzalez etti alli, 1990).

É com este cenário que se defronta o governo Collor, empossado em março de 1990. E desde o início, sua equipe econômica preocupou-se com o déficit público, o qual era em grande parte procedente da remessa de divisas ao exterior.

As diretrizes de ação do governo Collor, de acordo com a ANDIMA (1995), foram a compatibilização das amortizações e serviços da dívida com a capacidade econômico-financeira do Estado e a necessidade de crescimento do país. Para Sachs e Larrain (1995) a solução da crise da dívida passa por uma combinação de medidas: austeridade doméstica e redução negociada da carga da dívida.

Com este objetivo, o novo governo tentou, no plano externo, reatar a normalidade das relações do Brasil com seus credores, interrompidas desde julho de 1989. Esta nova etapa de negociação da dívida externa visava, principalmente, reestruturá-la através de um alongamento do seu perfil.

A primeira atitude concreta neste sentido foi a Carta de Intenções enviada ao FMI em setembro de 1990, cujo conteúdo expunha a intenção do governo de fechar um acordo duradouro com os bancos comerciais e renegociar a dívida dentro das regras do Plano Brady.

No mês seguinte, o governo brasileiro, representado pelo embaixador Jório Dauster, iniciou negociações com o Comitê de Bancos Credores, cujas metas, conforme citado por Cerqueira (1997) eram alcançar uma solução definitiva para o problema da dívida, compatibilizando as remessas ao exterior com a capacidade de pagamento do Brasil e normalizar a relação devedor-credor.

A proposta ainda previa, além da securitização da dívida externa (troca da dívida velha por bônus de até 45 anos sem qualquer garantia), os seguintes pontos (i) exclusão da dívida do setor privado da reestruturação, passando os pagamentos de principal e juros a serem livremente remissíveis ao exterior, nos respectivos vencimentos; (ii) ao expirarem a "1988 Trade Commitment Letter e a 1988 Interbank Commitment Letter", as quais amparavam as linhas de crédito comercial e interbancário, tais financiamentos seriam feitos em bases totalmente volun-

tárias, desde que uma solução satisfatória fosse encontrada para assegurar a liquidez das agências e filiais de bancos brasileiros no exterior; (iii) todos os montantes devidos a credores privados, com vencimento até 31/12/90, que tivessem sido ou viessem a ser objeto de depósito no Banco Central sob a Resolução no 1564/89, seriam pagos com recursos provenientes de um empréstimo-ponte a ser fornecido por tais credores.

Tal proposta foi, todavia, rejeitada pelos credores. E para agravar a situação, a incapacidade do Plano Collor conter o déficit público e promover um entendimento nacional fez com que as negociações junto aos credores internacionais não avançassem.

Não obstante a implantação do Plano Collor II, em fevereiro de 1991, o impacto das medidas adotadas continuavam a ser de eficácia temporária. De acordo com a ANDIMA (1995), a ausência de um autêntico ajuste estrutural manteve o país sob a ameaça de crise, obrigando as autoridades econômicas brasileiras a retomarem as negociações convencionais da dívida externa, isto é, submetidas a acordos prévios, metas a cumprir e ao monitoramento do FMI.

Um novo acordo, firmado em janeiro de 1992, previa um aporte de recursos trimestrais ao Brasil até agosto de 1993, perfazendo um montante total de US\$2 bilhões. Novamente, o descumprimento das metas rígidas impostas pelo FMI impediram a concretização do acordo entre o Brasil e o Fundo.

Não obstante a inconstância brasileira em executar todas as etapas dos acordos anteriores, o governo, juntamente com um Comitê Assessor dos Bancos Credores, sediado em Nova York, firmou um acordo de princípios que resultou em significativas inovações nos moldes do Plano Brady.

O advento do Plano Real, em julho de 1994, inaugurou uma nova fase no plano das negociações, visto que para Cerqueira (1997), a mais importante condição para um país devedor pleitear a negociação de sua dívida externa, na conjuntura atual, é a adoção de um plano de estabilização aprovado pelo FMI.

A ANDIMA (1995) afirma que desta maneira foi possível ao Brasil obter a cooperação do FMI, do BIRD e do BID e demais bancos credores no financiamento de recursos e na reestruturação da dívida em bases jamais vistas.

Atrelados à estabilidade econômica, aconteceram inúmeros fatores supervenientes, conforme analisou Calderon (1997): recuperação da credibilidade brasileira no

exterior, encorajamento do setor privado, que passou a buscar recursos no exterior para realizar investimentos no Brasil e; a mudança nos parâmetros da dívida externa no que tange aos devedores. Assim, enquanto a dívida externa pública vem diminuindo na década de 90, a dívida externa privada tem apresentado elevação do crescimento.

A credibilidade do país junto ao mercado internacional se fez sentir pelo comportamento das cotações dos *bradies*³ brasileiros no mercado secundário, os quais apresentaram expressiva valorização no segundo semestre de 1994 (Boletim do Banco Central - Separata - 1996).

Apesar de a crise mexicana de dezembro de 1994, comumente alcunhada de efeito "Tequila", ter momentaneamente contribuído na redução das cotações da maioria dos títulos no mercado secundário no primeiro semestre de 1995, não chegou a abalar a confiança da comunidade internacional na política econômica brasileira. Uma prova disso foi a diminuição do custo Brasil e o aumento das reservas internacionais, que passaram de US\$38 bilhões, no final de 1994, para mais de US\$ 50 bilhões, no final de 1995 (Boletim do Banco Central - Separata - 1996).

Durante o mês de novembro de 1995, o mercado secundário dos títulos da dívida externa dos países que renegociaram suas dívidas nos moldes do Plano Brady esteve extremamente sensível aos acontecimentos ocorridos nos países emissores desses papéis. As incertezas e o otimismo com relação às economias mexicana e argentina provocaram, ora uma queda das cotações dos títulos, ora uma elevação das cotações dos mesmos. À exceção dos Bônus de Capitalização, Bônus ao Par e Bônus de Juros Atrasados, cujos preços aumentaram 4,1%, 3,9% e 0,4%, respectivamente, todos os demais papéis registraram queda das suas cotações comparando-se com o mês de outubro (Boletim do Banco Central, 1996).

A tendência de alta dos títulos da dívida externa brasileira se estendeu por quase todo o primeiro semestre de 1996. Considerando-se o período de janeiro a maio, os maiores aumentos estiveram relacionados ao bônus de conversão de dívida, 15,4%, e ao bônus de juros atrasados, 12,2% (Boletim do Banco Central - Separata - 1996).

A partir de 1995, no entanto, o Brasil inicia um processo de lançamento de bônus globais da república (Global Bonds). Estas emissões permitiram ao país recomprar

³ Ao todo foram emitidos 6 tipos de bônus pela União: *Discount Bond*, *Par Bond*, *FLIRB*, *C-Bond*, *DCB* e *New Money Bond*. Mais detalhes sobre estes bônus encontram-se no Apêndice A.

os velhos papéis (*bradies*) e reduzir o montante de sua dívida externa (Izaguire, 1999).

Gleizer, citado por Izaguire (1999), revela que, historicamente, o preço dos *bradies* é extremamente volátil. Com isso, a permuta foi benéfica para o Brasil, visto que estes papéis já estavam bastante depreciados, facilitando assim o processo de recompra.

Além disso, a diferença de *spreads* entre os bônus globais e os *bradies* (estes, por causa do maior *deságio* com que são negociados no mercado secundário em relação ao seu valor de face, possuem *spread* mais alto) proporcionou ao Brasil um benefício ainda maior, pois ao recomprar os velhos papéis o país se apropriou do *deságio*.

Em 1997, o Brasil realizou várias emissões de bônus, totalizando US\$4,8 bilhões, sendo que US\$ 3 bilhões corresponderam ao lançamento do *Global Bond* (BR-27) de 30 anos e juros semestrais, à taxa de 10,125% ao ano para troca por *bradies* (Relatório, 1998).

O montante de *bradies* resgatados com a troca pelo *Global Bond* foi de US\$2,7 bilhões, sendo US\$716 milhões de *Par Bond*, US\$1,9 bilhão de *Discount Bond* e US\$100 milhões de *C-Bond*, a preços de face. A preços de mercado, o valor despendido foi de US\$2,2 bilhões (US\$502 milhões de *Par Bond*, US\$1,6 bilhão de *Discount Bond* e US\$94 milhões de *C-Bond*). Além das trocas, o *Global Bond* proporcionou um ingresso de US\$756 milhões de recursos novos.

Ao longo do ano de 1997, o governo brasileiro deu prosseguimento à amortização de títulos da dívida externa brasileira. Em dezembro, US\$5,3 bilhões de *Par Bond*, em mãos de bancos nacionais, foram quitados em troca de Notas do Tesouro Nacional série especial A3 - NTN-A3 (Relatório, 1998).

Os bônus do Plano Brady, que em dezembro de 1996 somavam US\$43,8 bilhões, tiveram redução de 18,3% durante o ano e passaram, em dezembro de 1997, para US\$35,8 bilhões, distribuídos da seguinte forma: *Debt Conversion Bond*, US\$8,5 bilhões (23,7%); *C-Bond*, US\$8,3 bilhões (23,2%); *Discount Bond*, US\$5,4 bilhões (15,1%); *EI-Bond*, US\$5,3 bilhões (14,9%); *Par Bond*, US\$4,3 bilhões (12%); *New Money Bond* - 94, US\$2,2 bilhões (6,2%); *FLIRB*, US\$1,7 bilhão (4,9%).

Mais recentemente, em 1999, o Brasil também realizou emissões de bônus globais, destacando-se: o 1o lançamento de bônus posterior à crise econômica de janeiro (quando o real começou a desvalorizar-se); os US\$2 bilhões lançados em 22 de abril; e o último, realizado em 18 de outubro.

A emissão de abril deste ano foi bem sucedida devido à queda nos índices de inflação, à resistência da atividade econômica (a qual retraiu-se menos que o esperado), e aos esforços para se controlar o superávit fiscal (Campos, 1999).

Na última emissão, o Brasil economizou cerca de US\$725 milhões. Para chegar a esse montante, o Brasil trocou US\$2 bilhões em bônus globais por US\$2,85 bilhões em antigos títulos do Plano Brady. Desses US\$725 milhões, US\$205 milhões correspondiam à redução do valor presente da dívida externa, e o restante à liberação de garantias vinculadas aos bradies recomprados, neste caso o Par Bond e o Discount Bond. Essas garantias eram títulos de cupom zero do Tesouro dos EUA (Bittencourt et al., 1999).

3. Cálculo da Volatilidade dos Bradies Brasileiros

O conceito de volatilidade vem sendo amplamente empregado na literatura econômica como um atributo dos capitais de curto prazo, que por causa de sua constante migração de um país para outro receberam a denominação de capitais voláteis. Em outras palavras, quando os economistas dizem, por exemplo, que os investimentos estrangeiros que compõem as reservas brasileiras são voláteis, isto quer dizer que eles não estão assentados em bases reais, e por isso se esvaem com certa facilidade.

A volatilidade de um ativo é uma medida da incerteza quanto aos retornos proporcionados pela mesma. Esta incerteza provém das oscilações dos preços, que de acordo com Coradi (1998) atinge tanto os mercados físicos de produtos (spot) como os mercados financeiros.

Diversos fatores são apontados como causadores da volatilidade. Hull (1993) cita que os apólogos da hipótese de mercados eficientes pregam que apenas a sucessão aleatória de novas informações sobre retornos futuros do título podem influenciar o preço.

Outras correntes opinam que a volatilidade é causada pela negociação, pela estrutura dos mercados ou mesmo pelas instituições participantes.

Não obstante o retorno da ação ser diretamente proporcional ao risco envolvido no negócio, os especuladores e investidores têm preferência por diluí-lo, rechaçando as incertezas quanto à precificação futura. A proteção contra o risco pode ser feita com a presença dos hedgers (investidores avessos ao risco) ou mesmo de especuladores (agentes que assumem os riscos dos hedgers). Estes últimos, segundo Teixeira (1992), citado por Arbex (1997), são fundamentais para conter a extrema volatilidade de preços, já que em períodos de menor atividade especulativa a volatilidade de preços tende a ser mais forte, e vice-versa.

A volatilidade dos bradies brasileiros será estimada a partir do cálculo da volatilidade a partir de dados históricos. Este modelo, conforme Hull (1993), utiliza um registro das flutuações de preços dos títulos para estimar a volatilidade.

As observações dos preços das ações são feitas em intervalos fixos de tempo (diários, semanais ou mensais). Assim:

N+1: número de observações;

Si: preço da ação no final do i-ésimo intervalo (i=0,1,...,n);

T: intervalo de tempo em anos;

Digamos que:

$$u_i = \ln \left(\frac{S_i}{S_{i-1}} \right) \quad (1)$$

Uma estimativa imparcial, **s**, do desvio padrão dos valores de u_i dada pela seguinte fórmula:

$$s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (u_i - \bar{u})^2} \quad (2)$$

Ou

$$s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n u_i^2 - \frac{1}{n(n-1)} \left(\sum_{i=1}^n u_i \right)^2} \quad (2a)$$

Em que \bar{u} é a média de u_i .

O desvio padrão dos valores de u_i é $\sigma\sqrt{t}$. A variável s é, portanto, uma estimativa de $\sigma\sqrt{t}$. Assim, σ pode ser avaliado como s^* , onde:

$$s^* = \frac{s}{\sqrt{t}} \quad (3)$$

Destarte, a estimativa da volatilidade é definida como sendo:

$$VOL = s\sqrt{250} \cdot 100 \quad (4)$$

O erro padrão dessa estimativa é de aproximadamente:

$$\frac{s}{\sqrt{2n}} \quad (5)$$

A análise da existência de correlação entre o C-Bond, o IDU e o EI será feita via comparação gráfica e estatística do comportamento dos mesmos no período de 10 de janeiro de 1996 a 08 de junho de 1999.

Na análise de correlação estuda-se o relacionamento entre variáveis, buscando-se medir uma possível covariabilidade entre elas, porém sem a preocupação de causa e efeito. Esta covariabilidade pode ser positiva, negativa ou nula. Um coeficiente de correlação alto, por exemplo, indica um forte grau de associação linear entre as variáveis (Casali, s.d.).

O cálculo do coeficiente de correlação, cuja variação está entre 0 e 1, ou de 0% a 100%, será feito a partir da fórmula abaixo, disponibilizada pelo programa econométrico Econometric Views for Windows (version 2.0):

$$\text{Cor}(x,y) = \text{Cov}(x,y) / (\text{Var}(x))^{1/2} \cdot \text{X}(\text{Var}(y))^{1/2}$$

Em que

Cor (x,y) é o coeficiente de correlação entre as variáveis x e y;

Cov (x,y) é a covariância entre as variáveis x e y;

Var (x) é a variância de x e

Var (y) é a variância de y.

4. Resultados e Discussão

4.1. Cotações dos Bradies durante as crises externas

É fato que as crises financeiras sempre ocorreram. No entanto, a partir da globalização, fenômeno que já havia sido identificado no início do século por meio dos grandes fluxos de bens e capitais no mundo e que se acentuou na década de 70, intensificou-se a especulação financeira, a migração dos capitais curtuprazistas e o círculo vicioso do "nervosismo dos mercados".

A globalização, impulsionada pela 3ª Revolução Industrial, reduziu as barreiras naturais de tempo e espaço entre os países, permitindo assim maior interligação entre as diversas economias.

Estando mais interligados, os mercados reagem de forma sincronizada. Isso explica porque algumas das recentes crises econômicas locais tomam proporções continentais e, em seguida, mundiais.

Em julho de 1997, inicia-se uma crise de confiança em relação aos países do Sudeste Asiático, desencadeada, segundo Silva, citado por Mól (1998), pela fragilidade demonstrada pela economia tailandesa.

Em pouco tempo, as até então confiáveis economias asiáticas, que eram o destino de vultosos investimentos externos, sofreram com a fuga em massa de investidores.

Estes investidores, de acordo com Aissa e Fernandes (1998), para cobrirem o prejuízo, venderam ações ou moedas no mercado europeu e americano, derrubando os preços mundo afora.

A crise, que num primeiro momento era localizada (Tailândia, Cingapura, Taiwan, etc.), propagou-se rapidamente quando a Bolsa de Hong Kong, grande centro financeiro asiático, entrou em queda vertiginosa, atingindo até mesmo a Bolsa de Nova Iorque (Mól, 1998). A partir deste momento, as bolsas em todo mundo despencaram, inclusive no Brasil. O Ibovespa, por exemplo, fechou em baixa de 14,9% no dia 27 de outubro de 1997 (Aissa e Fernandes, 1998).

Neste cenário, o mercado de títulos da dívida externa dos países emergentes foi seriamente atingido. Isso se atribui ao fato de que, em situações de crise, o capital internacional inicia um movimento conhecido como "fuga para a qualidade". Ou

seja, os investidores abandonam as aplicações de risco nos países emergentes mais lucrativas, e procuram os investimentos mais seguros. Neste caso, os investimentos têm um destino certo: os títulos de 30 anos do Tesouro do governo americano, os T-Bonds, considerados a aplicação mais segura do mundo (Aissa e Fernandes, 1998).

Os bradies brasileiros, que até setembro de 1997 acumulavam valorização, sofreram quedas expressivas das suas cotações em outubro, recuperando-se nos últimos 2 meses do ano. O IDU e o EI fecharam o ano com perdas, ao passo que o C-Bond valorizou-se, apresentando um ganho de 4,7% no ano. Um dos fatores responsáveis por esse desempenho foi a queda de 8,6% nas taxas de juros dos T-Bonds, considerados balizadores mundiais (Relatório, 1998).

O fato de o C-Bond, dos três bradies analisados, ter sido o único a apresentar variação positiva ao longo do ano de 1997 pode estar ligado a outras razões, tais como:

- (i) Ao prazo de vencimento dos títulos: O C-Bond, o IDU e o EI têm prazos de vencimento distintos, isto é, 20, 10 e 12 anos, respectivamente. O simples fato de ter um prazo de vencimento maior pode ter sido um atrativo aos investidores;
- (ii) À liquidez dos títulos. O C-Bond é o mais líquido de todos os bradies brasileiros. Esta característica também pode estar relacionada ao prazo de maturidade do título.
- (iii) Ao Plano Brady. Dos três bradies em questão, o C-Bond é o único bônus que faz parte do plano de reestruturação da dívida externa brasileira. Este fator certamente contribuiu para a sua valorização.

Através das figuras 1, 2 e 3 tem-se uma noção exata do comportamento destes três títulos no período 1996-99, em especial, durante as crises.

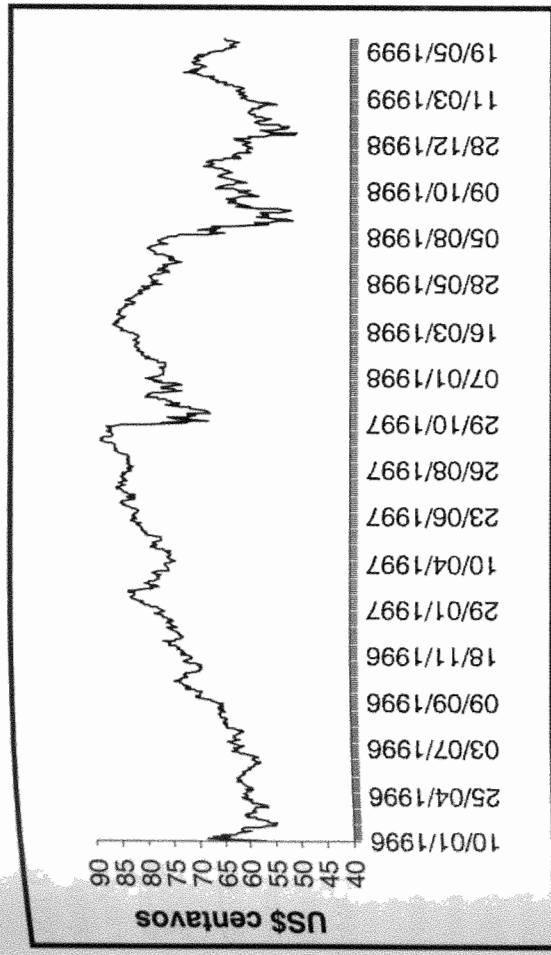


Figura 1: Cotações do C-Bond à vista (janeiro/96 a junho/99)

Fonte: BM&F

Num total de 795 observações, o C-Bond foi o título que apresentou as cotações mais baixas dos três bradies analisados. Pela figura 1, pode-se avaliar que ao final do mês de outubro de 1997, as cotações do C-Bond tiveram um comportamento declinante. No dia 27 daquele mês, portanto no auge da crise asiática, o C-Bond foi cotado a US\$0,7960, e no último dia do mês chegou a US\$0,6727. Isso correspondeu a uma variação negativa de 15,496% nesses 4 dias.

A queda das Bolsas asiáticas foi tão dramática que o C-Bond tinha registrado sua maior cotação poucos dias antes do crash, exatamente no dia 03 de outubro, quando ele atingiu US\$0,8761.

À primeira vista, pode parecer contraditório afirmar que o C-Bond é o mais líquido dos bradies brasileiros, o mais negociado e que ao mesmo tempo teve as cotações mais baixas, se comparadas com o IDU e o EI. No entanto, esta contradição é apenas aparente, pois em termos de porcentagem do valor de face (valor pelo qual o título foi emitido), o C-Bond é o título que está menos defasado.

Foram coletadas 795 observações do IDU em todo o período analisado. Ao contrário do C-Bond, o IDU foi o brady que teve as maiores cotações.

Na figura 2, nota-se que o IDU também foi afetado pela crise asiática. O IDU chegou a sua cotação máxima em 07 de outubro de 1997 (US\$0,9939). O título conseguiu manter-se estável até o dia 27, quando foi cotado a US\$0,9808. Mas a partir desta data, passou a registrar quedas mais acentuadas até o final do mês, quando ficou em US\$0,9039, o que equivaliu a uma variação negativa de 7,840%.

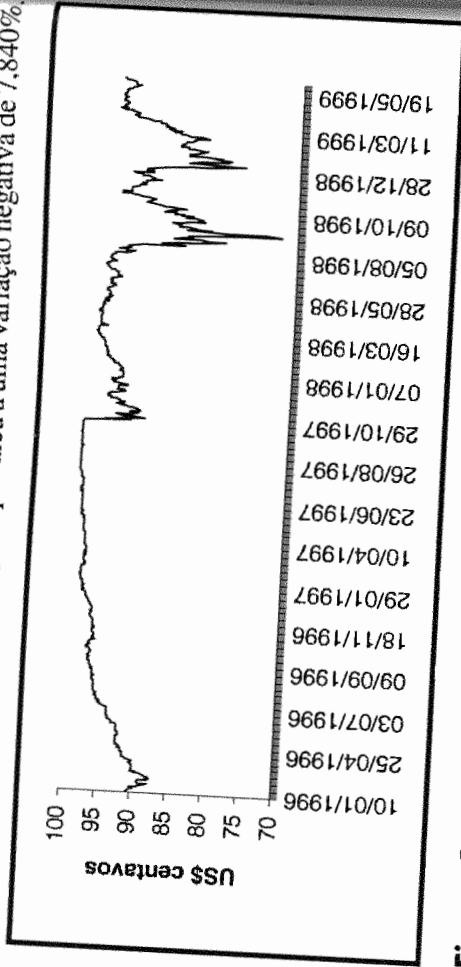


Figura 2: Cotações do IDU à vista (janeiro/96 a junho/99)
Fonte: BM&F

O EI, por sua vez, teve cotações intermediárias entre o C-Bond e o IDU. Em 794 observações, verificou-se, de acordo com a figura 3, que a sua cotação mais alta foi de US\$0,9503, em 22 de outubro de 1997. Cinco dias depois, sua cotação começou a declinar, indo de US\$0,8948 no dia 27 até US\$0,7720 no dia 31, o que perfaz uma variação negativa de 13,716%.

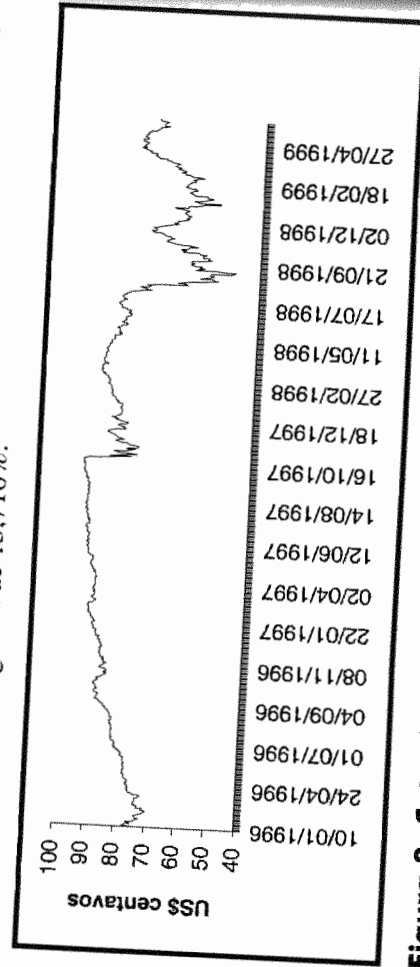


Figura 3: Cotações do EI à vista (janeiro/96 a junho/99)
Fonte: BM&F

Para se ter uma noção dos efeitos perniciosos da crise asiática sobre o mercado de títulos, observa-se o seguinte comentário:

"... Antes da crise asiática, o montante total de negócios com bradies variava entre US\$5 bilhões e US\$7 bilhões, chegando a ser de até US\$10 bilhões, em dias mais movimentados. Na crise da Ásia, o volume de negócios dos bradies caiu para cerca de US\$3 bilhões ao dia. Antes de outubro de 1997, esse volume representava o total diário de negócios de apenas um tipo de brady, o C-Bond - papel brasileiro mais líquido..." (Camba, 1999, pág. B-1).

Nota-se ainda que, ao analisarmos as figuras 1, 2 e 3, há uma tímida recuperação das cotações dos bradies brasileiros nos dois meses subsequentes. Esta recuperação se deve, em parte, à ajuda financeira do FMI aos países asiáticos como resposta à crise (Relatório, 1998).

O segundo semestre de 1998, mais precisamente o mês de agosto, também é marcado por muita instabilidade no mercado de títulos da dívida externa brasileira. Desta vez, o governo russo foi o pivô da crise, decretando o não pagamento de seu débito externo.

Tal medida, por se tratar a Rússia de uma potência econômica, ganhou grande dimensão, afetando a Alemanha, seu principal credor e maior potência européia (Aissa e Fernandes, 1998).

Novamente, uma grande parcela dos países do globo entra em crise, entre eles o Brasil. Porém, desta vez as opiniões divergem em relação à responsabilidade do governo brasileiro pela crise interna.

Rigolon e Giambiagi (1999) alegam que as crises asiática e russa encontraram o programa de estabilização brasileiro com fundamentos assaz frágeis, em termos de equilíbrio orçamentário e do balanço de pagamentos. Por esse motivo, houve uma saída maciça de investimentos externos do país, e conseqüentemente, uma rápida desacumulação de reservas.

Barros, citado por Aissa e Fernandes (1998), atesta que nesse episódio da moratória russa, o país "fez sua lição de casa", mas ninguém atentou para isso. Além disso, o Brasil tem sido vitimado pela alta liquidez dos seus títulos, e por essa razão são os primeiros a ser vendidos.

Bojikian, citado por Camba (1999), infere que o número de market makers (bancos que controlam a maior parte dos negócios e são obrigados a dar liquidez ao mercado, abrindo preços de compra e venda aos investidores) atualmente deve ser menos da metade do que havia antes da crise da Rússia. Na opinião do autor "a Rússia prejudicou mais os participantes do que a crise asiática porque houve o calote dos papéis russos".

Segundo Camba (1999), a crise russa foi responsável por reduzir para US\$2 bilhões o total de negociações com bradies brasileiros.

Na figura 2, percebe-se que o IDU tem a sua cotação mais baixa em 11 de setembro de 1998, em plena crise russa, quando atingiu o mínimo de US\$0,7225. Da mesma forma, o EI tem a sua menor cotação no dia 11 de setembro de 1998, US\$0,4812, que por sinal foi a menor cotação registrada dos três bradies no período em análise.

O C-Bond também apresentou forte queda no mês de setembro. Mas, conforme nos mostra a figura 1, no dia 11 de setembro este título teve a sua segunda menor cotação em todo o período, cerca de US\$0,5139.

O fantasma da moratória russa ainda perdurou por um bom tempo. Em outubro de 1998, o mercado de brady bonds ainda sofria com a ausência de investidores internacionais, delineando assim um perfil sem tendências definidas (Resenha BM&F, 1998).

Segundo Zampa (1999), as crises asiática e russa revelaram a vulnerabilidade da economia brasileira aos acontecimentos externos, evidenciando a necessidade de alterações ou correções no processo de formulação e condução das políticas macroeconômicas internas.

Em novembro de 1998, com o objetivo de estancar a perda de reservas e a propagação da crise internacional, o Brasil negociou um acordo com o FMI, em troca de um aporte financeiro de US\$41,5 bilhões (Rigolon e Giambiagi, 1999). Em janeiro de 1999, novos ataques especulativos provocaram a alteração do regime cambial brasileiro. Ou seja, o antigo sistema de bandas cambiais foi substituído pelo regime cambial flutuante.

Vale ressaltar, no entanto, que um fator político também contribuiu para o fim das bandas de câmbio: a saída de Gustavo Franco da presidência do Banco Central aumentou ainda mais a desconfiança em relação ao real, fazendo com que o dólar rapidamente atingisse o limite superior da banda cambial.

Para evitar que o efeito da desvalorização fosse repassado para preços, gerando inflação alta, o governo elevou a taxa de juros em fevereiro para 45% a.a. Com os primeiros sinais de arrefecimento da inflação, a taxa de juros passou a declinar a partir de abril.

Apesar do esforço do governo brasileiro em debelar a crise, o montante negociado de bradies sofreu uma queda, porque segundo Gontier, citado por Camba (1999), boa parte das tesourarias dos bancos obteve bons ganhos com a desvalorização do real e resolveram reduzir posições para garantir o lucro do ano.

De acordo com a figura 1, o C-Bond registrou sua pior cotação em 14 de janeiro de 1999, quando foi cotado a US\$0,4990. As cotações do IDU e do EI também foram afetadas pela desvalorização do real. A figura 2 mostra que as cotações mais baixas do IDU no mês de janeiro aconteceram nos dias 13 e 14, dias em que o brady foi cotado a US\$0,7778 e US\$0,7933, respectivamente. O EI (Figura 3) nestes mesmos dias, foi cotado a US\$0,5395 e US\$0,5392, respectivamente.

Por outro lado, no último dia útil de fevereiro, a cotação do título de maior liquidez da dívida externa brasileira, o C-Bond, atingiu o valor de US\$0,5706, acusando valorização de 6,3% em relação ao final de janeiro, indicando a recuperação da credibilidade do país perante o mercado financeiro internacional (Boletim do Banco Central, 1999).

O progresso nas negociações da 2ª etapa do acordo de assistência financeira internacional, realizado sob liderança do FMI, a recente aprovação de diversas medidas na área fiscal e a moderada transferência da desvalorização cambial aos preços internos indicam perspectivas favoráveis para a economia brasileira, as quais podem ser antecipadas, por exemplo, pelo desempenho positivo dos títulos brasileiros no exterior, com valorização de 6,3% no mês de fevereiro (Boletim do Banco Central, 1999).

Em média, as cotações do C-Bond, IDU, EI oscilaram, no período, em torno de US\$0,7220, US\$0,9583, e US\$0,8432, respectivamente.

4.2. Volatilidade do C-Bond, IDU, EI

A partir das flutuações ocorridas nos preços dos títulos, calculou-se a volatilidade mensal do C-Bond, IDU, EI entre fevereiro de 1996 e junho de 1999.

Neste período, o C-Bond registrou volatilidade mais alta em fevereiro de 1996 atingindo o valor de 6,90%. No entanto, este valor pode ser considerado como um viés da amostra, pois apenas uma observação foi coletada para cada brady no mês de janeiro de 1996, mais precisamente a do dia 10. Portanto seria impossível o cômputo da volatilidade para o mês de janeiro, visto que sem as demais observações do mês não se poderia obter o preço relativo e tampouco o retorno diário dos títulos.

Conforme se observa na figura 4, a volatilidade foi realmente expressiva nos seguintes meses: outubro de 1997, agosto e setembro de 1998, e em janeiro de 1999. Nestes meses, o C-Bond atingiu o patamar de 3,51%, 4,26%, 3,91% e 4,35%, já comentadas (crise asiática, moratória russa e desvalorização do real).

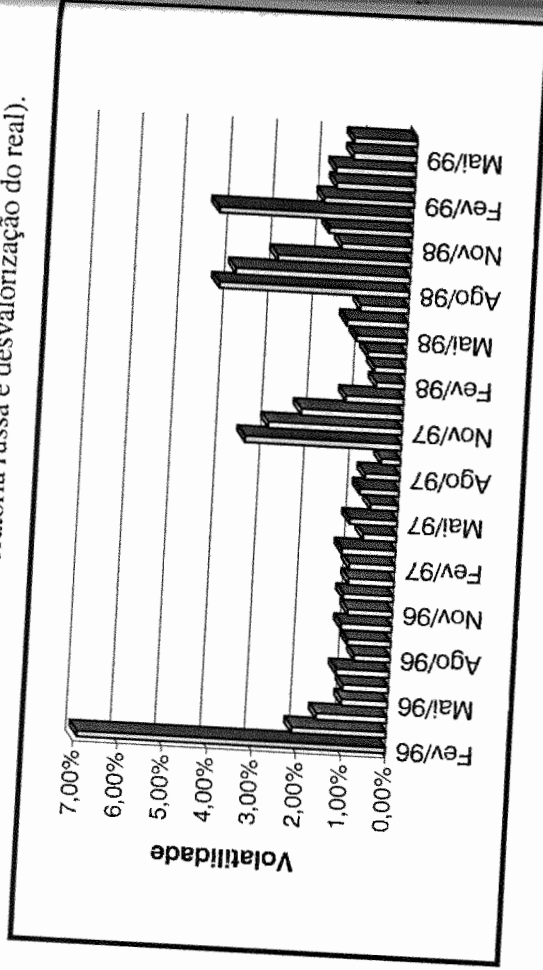


Figura 4: Volatilidade do C-Bond à vista (fevereiro/96 a junho/99)

Fonte: Dados da Pesquisa

Podemos inferir, a partir desses valores, que a crise brasileira foi a que mais abalou a credibilidade do C-Bond. Uma das explicações para este fato é que a desconfiança dos investidores em relação ao retorno dos papéis é muito maior quando o próprio país emissor dos títulos é o epicentro da crise.

Vale lembrar ainda que a volatilidade mais baixa do C-Bond verificou-se em setembro de 1997, quando atingiu o valor de 0,43%, justamente no mês que an-

tecede à queda das Bolsas asiáticas. Em média, a volatilidade do C-Bond em todo o período foi de 1,71%.

O IDU (figura 5) teve sua maior volatilidade no mês de setembro de 1998 - época em que a economia mundial estava sob os efeitos do calote dos papéis russos - quando foi estimada em 3,96%.

Sua menor volatilidade foi de 0,02%, verificada em setembro de 1997. A média mensal da volatilidade do IDU no período foi de 0,60%.

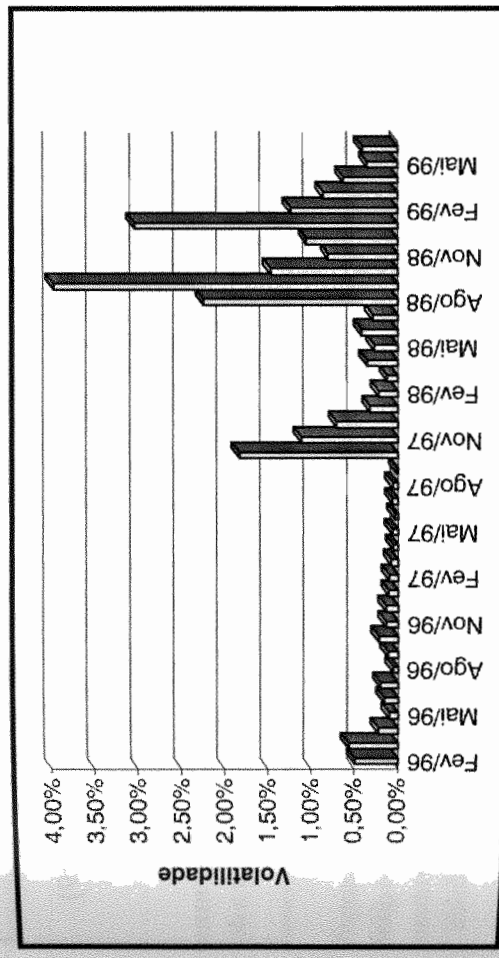


Figura 5: Volatilidade do IDU à vista (fevereiro/96 a junho/99)

Fonte: Dados da Pesquisa

O EI também teve, assim como o IDU, os seus maiores e menores percentuais de volatilidade nos meses de setembro de 1998 e setembro de 1997, respectivamente. Na figura 6, percebe-se que em setembro de 1998 este valor foi de 5,46%, ao passo que no mesmo mês do ano anterior foi de 0,14%. A média mensal da volatilidade do EI no período foi de 1,33%.

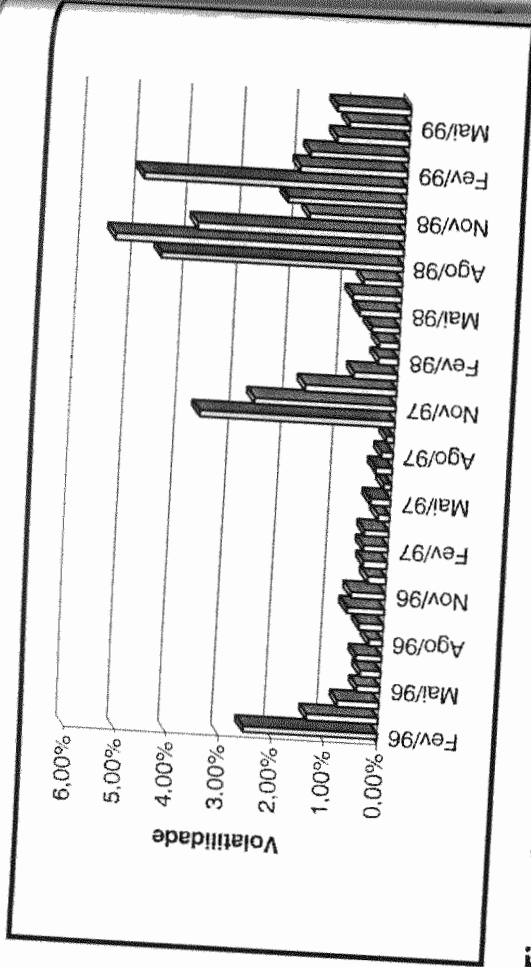


Figura 6: Volatilidade do EI à vista (fevereiro/96 a junho/99)

Fonte: Dados da Pesquisa

Comparando-se graficamente os títulos, nota-se que o C-Bond foi o brady mais volátil dos três analisados. Sua volatilidade média mensal de 1.71%, superior a do IDU (0.60%) e a do EI (1.33%) confirma este fato.

Os três bradies tiveram seu menor percentual de volatilidade no mês de setembro de 1997. Isto está em consonância com a informação do Relatório (1998), no qual consta que os bradies brasileiros (C-Bond, IDU, EI, DCB, Par Bond, etc.) tinham acumulado valorização até setembro de 1997, mês que antecede a crise asiática.

Conclui-se, portanto, que qualquer nova informação econômica, ou quaisquer outros fatores locais e externos, podem influenciar o volume negociado e as cotações dos bradies, e consequentemente, sua volatilidade.

4.3. Análise de Correlação entre os títulos C-Bond, IDU, EI

Finalmente, de forma a investigar a relação entre esses títulos, procedeu-se uma análise de correlação para os títulos C-Bond, IDU, EI. Através da figura 7, nota-se que as cotações dos três títulos tiveram um comportamento similar durante o período de 10 de janeiro de 1996 a 08 de junho de 1999.

As cotações do IDU e do EI mantiveram-se bem próximas entre si. Vale lembrar que ambos registraram suas menores cotações no dia 11 de setembro de 1998 (US\$0,7225 e US\$0,4812, respectivamente). Quanto à volatilidade, os dois títulos tiveram seus maiores e menores percentuais de volatilidade nos meses de setembro de 1998 e setembro de 1997. O C-Bond manteve uma trajetória um pouco distinta dos outros dois, mas não totalmente discrepante.

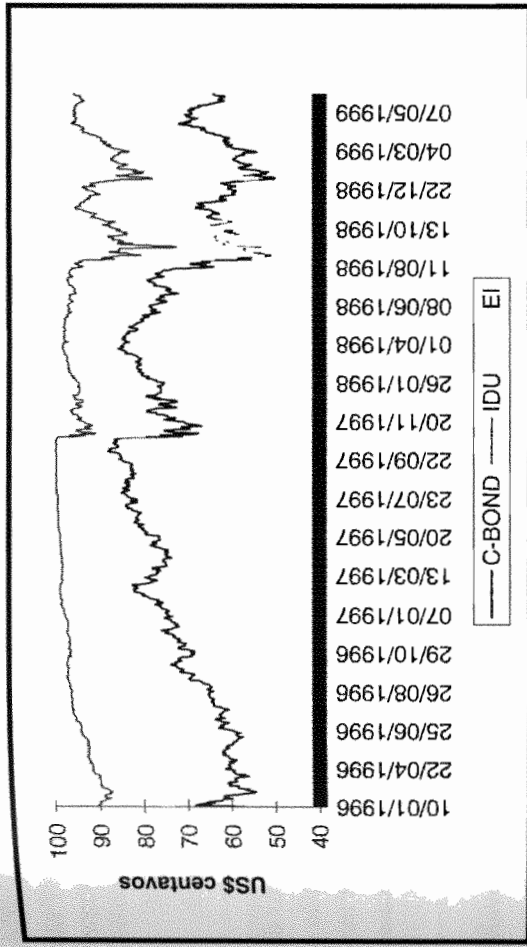


Figura 7: Cotações do C-Bond, IDU, EI à vista (janeiro/96 a junho/99)

Fonte: BM&F

Além disso, a Tabela 1 fornece o grau de associação linear entre o C-Bond, o IDU, e o EI. Nele, constata-se que o IDU e o EI apresentaram correlação positiva entre si de 0,959940 (aproximadamente 96%), comprovando, portanto, a proximidade de suas cotações.

Tabela 1: Matriz de correlação entre os títulos C-Bond, IDU, EI

	C-BOND	IDU	EI
C-BOND	1,000000		
IDU	0,838475	1,000000	
EI	0,880190	0,959940	1,000000

Fonte: Dados da Pesquisa

Tanto o C-Bond como o IDU mantiveram maior grau de correlação com o EI do que entre si. O motivo para que o C-Bond e o IDU tenham apresentado a mais baixa correlação mútua entre os três bradies, cerca de 0.838475 (83,85%), atribui-se às suas cotações: enquanto o C-Bond teve as cotações mais baixas, o IDU teve as mais altas, portanto dois extremos. O EI, por sua vez, ocupou uma posição intermediária.

De um modo geral, os coeficientes de correlação que constam na Tabela 1 são altos. Isto demonstra que o C-Bond, o IDU e o EI responderam de maneira semelhante às oscilações no mercado financeiro e na economia mundial.

5. Conclusões

A década de 90 inaugurou de fato uma nova fase no processo negociação da dívida externa brasileira, principalmente a partir do Plano Brady. Desde então o Brasil, se não diminuiu a sua dívida externa bruta, ao menos pôde organizar melhor os seus pagamentos por meio de garantias sobre os bônus emitidos aos países credores.

Calculou-se a volatilidade dos bradies C-Bond, IDU, EI, com o objetivo de averiguar como os títulos da dívida externa brasileira reagiram às crises sistêmicas, no período de fevereiro de 1996 a junho de 1999. O C-Bond foi o mais volátil, ou em outras palavras, o brady que captou mais rapidamente as mudanças no mercado.

Apesar de os percentuais encontrados estarem no intervalo de valores típicos de volatilidade, eles não escondem alguma vulnerabilidade da economia brasileira. Se isto acontece em decorrência de uma maior interligação entre os mercados, e se não há uma via alternativa ao processo de globalização, cabe ao governo brasileiro promover um ajuste interno da economia, garantindo desta forma a credibilidade dos títulos brasileiros no exterior, a colocação de maiores quantidades desses papéis, e consequentemente, a entrada de um maior volume de recursos.

Constatou-se também que o comportamento das cotações do C-Bond, o IDU e o EI foram muito similares, apresentando quedas expressivas nos períodos de crise e valorização nos períodos de recuperação econômica. O alto grau de correlação verificado entre o C-Bond, o IDU e o EI revela que eles captaram de forma semelhante as alterações econômicas no cenário mundial.

Referências Bibliográficas

- AISSA, Susi e FERNANDES, Maria C. Por que os mercados tremem? Época. Rio de Janeiro, n.15, p. 102-105, ago., 1998.
- ANDIMA. Dívida Externa e Plano Brady. Relatório Econômico, Rio de Janeiro, abr. 1995. 56p.
- ARBEX, Marcelo A. Credibilidade das Políticas Econômicas e Relações com o Mercado Futuro no Brasil. Viçosa. 1997. 115p. Dissertação de Mestrado em Economia Rural - UFV.
- BITTENCOURT, Getúlio, IZAGUIRE, Mônica, RODRIGUES, Azelma. Brasil economiza US\$ 725 milhões com novo bônus. Gazeta Mercantil, Brasília, 19, out., 1999. Finanças e mercados, p. B-1 a B-2.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília, v.32, n. 1, jan., 1996.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília, v. 35, n. 4, abr., 1999.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (Relatório Econômico, 1997). Brasília, v. 34, out., 1998.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (Separata). Evolução da Economia Brasileira após o Plano Real. Brasília, v. 32, n.7, jul., 1996.
- BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS (Resenha). Análise dos Mercados, Brasília, n. 127, p. 93, out., 1998.
- BRADY NET INC. Site na Internet (<http://babelfish.altavista.com/cgi-bin/translate?>), 1996.
- BRAINARD, Lawrence J. e TAYLOR, Phoebe A. Emerging Market Sovereign Debt. Mimeo, s.d.
- CALDERON, Paulo H. G. Dívida Externa e Credibilidade Brasileira. Viçosa, 1997. 88p. Monografia apresentada ao DEE - UFV.

- CAMBA, Daniele. Negócios com os títulos da dívida mingam. *Gazeta Mercantil*, Brasília, 25, ago., 1999. Finanças e Mercados, p. B-1.
- CAMPOS, Alex. Brasil recupera credibilidade. *O Dia*, Rio de Janeiro, 23, abr. 1999. *Economia*, p. 11.
- CAMPOS, Desger M. V. A Dívida Externa Brasileira Hoje: anos oitenta. Belo Horizonte: PUC-MG (FUMARC), 1989.
- CASALI, Albino S. D. Notas de aula de Estatística Econômica e Empresarial. Mimeo, s.d.
- CAVALCANTI, Carlos B. Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna. Brasília, 1986. 95p. Dissertação de Mestrado em Economia - UnB.
- CERQUEIRA, Ceres A. Dívida Externa Brasileira: processo negocial 1983-1996. Brasília: Banco Central do Brasil, 1997.
- CORADI, Carlos D. Introdução aos derivativos. São Paulo: BM&F, 1998. Cap. 2: Conceitos de derivativos, p. 6-18.
- DEVLIN, Robert. From Baker to Brady: Can the new plan work? *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 10, n. 2 (38), p. 82-94, abr./jun., 1990.
- FERRER, Aldo. Dívida externa, estratégia de desenvolvimento e política. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 7, n. 2, p. 41-53, abr./jun., 1987.
- GONZALEZ, Manuel J. F. et al. O Brasil e o Banco Mundial: um diagnóstico das relações econômicas (1949-1989). Contagem; IPEA/IPLAN: MGSP Editores, 1990.
- HULL, John. Introdução aos mercados futuros e de opções. 5ª ed. São Paulo: BM&F e Cultura Editores Associados, 1993. Cap. 10: A precificação das opções de ações, p. 247-269.
- IZAGUIRRE, Mônica. Para o Banco Central, bônus não eleva o custo. *Gazeta Mercantil*, Brasília, 21, out., 1999. Finanças e Mercados, p. B-1.

LOPES, Francisco L. A crise do endividamento externo: alguns números e suas consequências. In: ARIDA, Pérsio (Org.). *Dívida externa, recessão e ajuste estrutural: O Brasil diante da crise*. 3a ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983. p. 97-106.

MEYER, Arno e MARQUES, Maria S. Bastos. Mecanismos de redução da dívida da externa dos países em desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 9, n. 2, p. 82-93, abr./jun., 1989.

MÓL, Anderson L. R. Mercados Futuros: Uma análise preliminar dos contratos futuros de C-Bond antes e durante a crise asiática. Viçosa, 1998. 100p. Monografia apresentada ao PET/ADM - UFV.

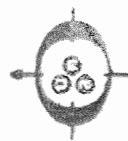
PEREIRA, Luiz C. B. Crise Econômica e Reforma do Estado no Brasil: Para uma nova interpretação da América Latina. 1a ed. São Paulo: Editora 34, 1996. Cap. 6: A crise da dívida, p. 127-142.

RIGOLON, Francisco J. Z., GIAMBIAGI, Fábio. *A Economia Brasileira: Panorama Atual*. Departamento de Relações Institucionais (BNDES), 1999.

RODRIGUES, Miguel A. Consequências da Fuga de Capital para países devedores da América Latina. In: LESSARD, Donald R. e WILLIAMSON, John. *Fuga de Capital e a dívida do Terceiro Mundo*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1989. p. 179-210.

SACHS, Jeffrey D. e LARRAIN, Felipe B. *Macroeconomia*. Edição revisada. São Paulo: Makron Books, 1998. Cap. 22: A crise da dívida das nações em desenvolvimento, p. 777-817.

ZAMPA, Luciana G. *Teste Simples da Credibilidade das Políticas Cambial e Monetária Brasileiras no Período 1994-1999*. Viçosa, 1999. 65 p. Monografia apresentada ao DEE - UFV.



BIBLIOTECA

"Rosemary de Fátima Machado"

LUNA

Campus Curitiba