

As crises mundiais e o *contágio* financeiro

Desde 1994 o Brasil paga mais prêmio de risco que a Argentina e o México. Os dois países só tiveram taxas maiores em suas crises financeiras. Mesmo cumprindo o acordo com o FMI, o acesso a fontes externas de financiamento piorou no primeiro semestre por causa da crise argentina que pouco influenciou a economia mexicana, mas contaminou a brasileira.

Elena Soihet
Grupo de Macroeconomia do IBRE/FGV

A perspectiva de desaquecimento na economia mundial combinada com as recentes turbulências nos mercados emergentes desencadeadas pelas crises da Turquia em fevereiro e da Argentina em março tornaram o acesso ao mercado internacional de capitais mais difícil no primeiro semestre.

Dados do FMI mostram que os empréstimos dos países emergentes e as emissões de bônus e de ações caíram 28,2% no primeiro semestre de 2001, contra igual período do ano anterior, atingindo US$90,3 bilhões. A queda ocorreu de forma heterogênea, já que os países atingidos foram, basicamente, os da América Latina. Para tentar medir o contágio financeiro e o risco, o Grupo de Macroeconomia do IBRE realizou um estudo baseado nos dados do Índice de Bônus dos Mercados Emergentes.

Este índice tornou-se, para o investidor internacional, um termômetro em relação ao desempenho das economias emergentes. O conceito de contágio financeiro refere-se à difusão de choques de um país para seus vizinhos, com a crise em um país podendo disseminar-se para outros. O contágio ocorre quando a depreciação da moeda em um determinado país prejudica a competitividade dos países que comercializam com o que está em crise, deixando-os mais vulneráveis a ataques especulativos.

O conceito de contágio refere-se também ao efeito psicológico que acontece nos períodos de crise, pois nessas fases os capitais internacionais migram dos países emergentes para a segurança dos títulos dos países industrializados. Já o conceito de risco está associado à deterioração na conta corrente do balanço de pagamentos combinado com a queda dos financiamentos externos.

A tabela mostra essa correlação, utilizando o prêmio de risco dos títulos da dívida externa de nove países emergentes (Argentina, Brasil, Equador, México, Panamá, Peru, Polônia, Rússia e Venezuela).

Podemos observar na tabela que o efeito do contágio financeiro, que mediremos através do coeficiente de correlação, foi mais alto durante a crise asiática (0,92) para a média dos nove países emergentes. As crises russa e mexicana também levaram a contágios elevados, ambas atingindo uma correlação de 0,80. Na recente crise argentina, a correlação da média dos países emergentes foi de apenas 0,50, significando que o choque argentino não foi tão forte sobre a média dos nove países emergentes. O contágio sofrido pela média dos países emergentes foi bem menor do que nas outras crises da década de 90.

No entanto, se na média dos países emergentes a crise argentina não causou maiores conseqüências, sobre o Brasil o efeito foi devastador. De junho a agosto de 2001 a correlação entre o risco soberano dos dois países aumentou substancialmente, passando de 0,75 em junho para 0,80 em julho e 0,87 até 15 de agosto.

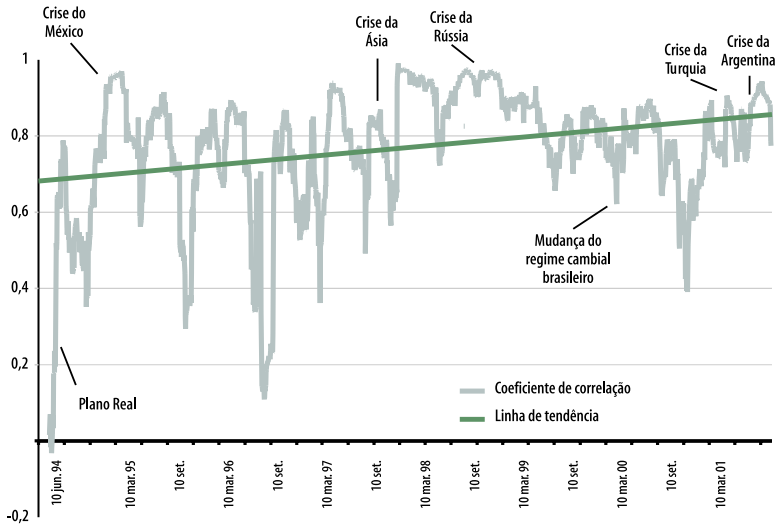
Para apurarmos o impacto do contágio no longo prazo, calculamos o coeficiente de correlação desde 1994. O gráfico 1 mostra que o mercado da dívida soberana do Brasil está cada vez mais correlacionado com o mercado da Argentina. Essa correlação é mostrada pela linha azul e tem crescido nos períodos de crises mundiais, nos períodos

Correlação em mercados emergentes

	Correlação média
Crise do México	0,80
Crise da Ásia	0,92
Crise da Rússia	0,80
Desvalorização do Brasil	0,62
Desvalorização da Turquia	0,44
Crise da Argentina	0,50

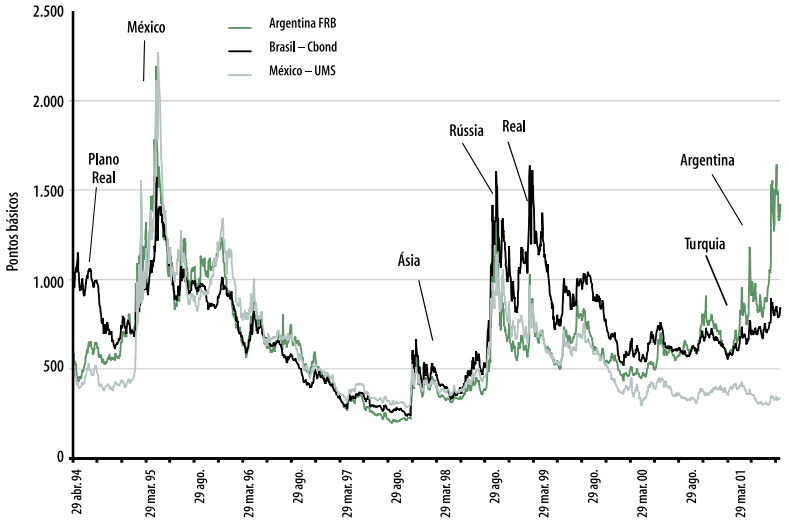
Fonte: Relatório do FMI *Emerging Market Financing* – 8 Aug., 2001.

Gráf. 1 – Coeficiente de correlação entre Argentina e Brasil EMBI+



Fonte: IBRE/FGV. Dados até 15 de agosto de 2001.

Gráf. 2 – *Spread over treasur*e dos títulos da Argentina, do Brasil e do México



Fonte: IBRE/FGV. Dados atualizados até 15 de agosto de 2001.

onde existiram choques externos. A linha vermelha é uma linha de tendência mostrando que, a partir de 1994, é crescente a correlação entre Brasil e Argentina. Provavelmente o aumento dessa correlação está atrelado às ligações comerciais fortes entre os dois países, principalmente devido ao Mercosul.

Para medirmos o risco utilizamos o conceito *spread over treasury*, ou seja, quantos pontos básicos os títulos da dívida externa (no caso brasileiro, o C-Bond) estão sendo negociados no mercado acima da taxa básica de juros do Tesouro americano. Conforme observado em uma amostra composta por Brasil, México e Argentina, utilizando os títulos mais líquidos do mercado, o país que tem pago maior prêmio de risco desde 1994 foi o Brasil, sendo somente em alguns momentos superado pela Argentina e pelo México.

O prêmio de risco do México foi mais alto que o do Brasil somente de dezembro de 94 a março de 95, auge da crise mexicana. Após esse período, o prêmio de risco mexicano foi cada vez mais reduzido, e a partir de 2000 o México foi se descolando de tal forma que enfrentou a crise da Turquia e da Argentina sem sofrer contágios fortes. Esse descolamento provavelmente está relacionado ao Nafta e por isso o país é considerado menos vulnerável aos problemas da América Latina.

Já o prêmio de risco da Argentina foi mais alto que o do Brasil em 96 e a partir de fevereiro deste ano, quando sua economia ficou bastante vulnerável. No primeiro semestre de 2001, as condições financeiras se deterioraram substancialmente. Mudanças na política fiscal e redução do nível de atividade combinadas com mudanças no Ministério da Economia e aumentos dos conflitos sociais aumentaram o risco de uma mudança na política cambial e, por conseqüência, o risco país. A ajuda do FMI anunciada em agosto, no valor de US$8 bilhões, poderia amenizar pelo menos por um tempo essa situação, invertendo o cenário de estresse vivenciado no primeiro semestre do ano. No entanto, os fluxos de capital a partir de 11 de setembro, data do ataque terrorista aos EUA, voltaram a ficar escassos. As perspectivas para os mercados de títulos da dívida dos emergentes são nebulosas. A aversão ao risco aumentou e tem predominado nos investidores o sentimento de cautela, com o mercado apresentando baixa liquidez.

O contágio financeiro pode muitas vezes se sobrepor aos fundamentos de cada economia. Quando surge uma crise econômica em um determinado país, existe uma grande probabilidade de disseminação para as demais regiões vulneráveis. Cada governo de país emergente deve perseguir metas que venham reduzir o risco macroeconômico, mas não se pode achar que somente as reformas econômicas serão suficientes para melhorar o panorama e a perspectiva do país.

A variável relativa ao contágio financeiro é exógena e portanto fora do controle das autoridades monetárias. Para o investidor internacional os países emergentes possuem problemas semelhantes e em épocas de crises tem ficado cada vez mais difícil mostrar as particularidades dos fundamentos econômicos de cada país.