



UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO EM DESENVOLVIMENTO E COOPERAÇÃO INTERNACIONAL

***O RISCO-PAÍS E A SUA INFLUÊNCIA NOS FLUXOS DE
INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO PARA OS PAÍSES EM
DESENVOLVIMENTO: 1985-1995.
O CASO DO SUDESTE ASIÁTICO.***

JOÃO CARLOS AGUIAR CRISTÓVÃO

ORIENTAÇÃO: PROFESSOR DOUTOR ANTÓNIO AUGUSTO DE ASCENÇÃO MENDONÇA

JÚRI:
PRESIDENTE: PROFESSOR DOUTOR ANTÓNIO AUGUSTO DE ASCENÇÃO MENDONÇA
VOGAIS: PROFESSORA DOUTORA LISETE DA ENCARNAÇÃO ALVES MEDEIRA
PROFESSOR DOUTOR ANTÓNIO MANUEL DE ALMEIDA SERRA

**LISBOA
MARÇO DE 1999**

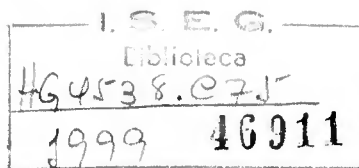
X-96-080212-5



UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO EM DESENVOLVIMENTO E COOPERAÇÃO INTERNACIONAL



RESERVADA



***O RISCO-PAÍS E A SUA INFLUÊNCIA NOS FLUXOS DE
INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO PARA OS PAÍSES EM
DESENVOLVIMENTO: 1985-1995.***

O CASO DO SUDESTE ASIÁTICO.

JOÃO CARLOS AGUIAR CRISTÓVÃO

ORIENTAÇÃO: PROFESSOR DOUTOR ANTÓNIO AUGUSTO DE ASCENÇÃO MENDONÇA

JÚRI:

PRESIDENTE: PROFESSOR DOUTOR ANTÓNIO AUGUSTO DE ASCENÇÃO MENDONÇA

VOGAIS: PROFESSORA DOUTORA LISETE DA ENCARNAÇÃO ALVES MEDEIRA

PROFESSOR DOUTOR ANTÓNIO MANUEL DE ALMEIDA SERRA

LISBOA

MARÇO DE 1999



RESUMO

Este trabalho visa estudar a influência do risco-país nas entradas de investimento directo estrangeiro para os países em desenvolvimento. Para isso foi necessário perceber a génese e as principais formulações teóricas subjacentes ao conceito de risco-país, assim como os problemas relacionados com a sua medição, para uma completa apreensão da problemática em estudo. De igual forma, foi necessário rever os principais contributos teóricos do investimento directo estrangeiro, estudar a sua evolução e perceber a forma como pode ser condicionado pela existência de risco-país.

Com o propósito de demonstrar empiricamente a relação entre o risco-país e o investimento directo estrangeiro, construímos um modelo econométrico, baseado em dois tipos de ajustamentos e com recurso ao método dos mínimos quadrados, tendo como base os dados recolhidos para sete países do sudeste asiático, para um período de onze anos compreendido entre 1985 e 1995.

As regressões efectuadas conduziram a ajustamentos estatisticamente significantes e a uma boa qualidade geral do modelo, tendo os resultados empíricos permitido verificar uma forte influência do risco-país nas entradas de investimento directo estrangeiro para os países analisados. Os resultados do modelo corroboraram as principais conclusões da parte teórica, no sentido de uma clara predominância do risco-político na explicação do investimento directo estrangeiro.

PALAVRAS-CHAVE: risco-país, risco-político, risco-financeiro, risco-económico, investimento directo estrangeiro, países em desenvolvimento.

ABSTRACT

The purpose of this work is the study of the influence of country risk in foreign direct investment inflows to developing countries. In order to fulfill such goal we needed to investigate the origin and the main theoretical contributions related to country risk, and also the main problems concerning its assessment. We also review the literature related to foreign direct investment, studied the flows evolution and the forms in which foreign direct investment can be affected by country risk.

We have constructed an econometric model, based in two regression equations and utilised the ordinary least squares technique to study the behavior of seven developing countries in the southeast Asia region for the period between 1985 and 1995.

The results provided by the estimation of the model have been quite impressive, showing that country risk has a significant influence in foreign direct investment inflows to those countries. Specifically, the results corroborate the main theoretical conclusions, namely the strong domination of the political factor when compared to the other factors.

KEY WORDS: country risk, political risk, financial risk, economic risk, foreign direct investment, developing countries.



ÍNDICE

ÍNDICE DE QUADROS E FIGURAS.....	6
AGRADECIMENTOS.....	8
INTRODUÇÃO.....	10
PARTE I. O RISCO-PAÍS.....	15
I.1. PRINCIPAIS CONCEITOS E DEFINIÇÕES.....	16
<i>I.1.1. Distinção do risco-país pelo tipo de devedor.....</i>	<i>16</i>
<i>I.1.2. Avaliação segundo a natureza dos acontecimentos.....</i>	<i>17</i>
<i>I.1.3. Análise segundo o tipo de acção levada a cabo pelo governo.....</i>	<i>18</i>
<i>I.1.4. Análise segundo o horizonte temporal do problema.....</i>	<i>21</i>
<i>I.1.5. O risco associado ao investimento directo estrangeiro.....</i>	<i>21</i>
<i>I.1.6. Outros critérios de avaliação do risco-país.....</i>	<i>22</i>
I.2. EVOLUÇÃO DA PROBLEMÁTICA.....	24
<i>I.2.1. Evolução do endividamento internacional.....</i>	<i>24</i>
<i>I.2.2. As crises do endividamento internacional e o conceito de risco-país.....</i>	<i>24</i>
<i>I.2.3. Novos horizontes para o conceito de risco-país.....</i>	<i>26</i>
I.2.3.1. Recente evolução dos fluxos financeiros.....	26
I.2.3.2. Principais instrumentos para o investimento nos PVD.....	27
I.2.3.3. As novas concepções do risco-país.....	28
I.2.3.3.1. O risco de mercado.....	28
I.2.3.3.1.1. O caso particular do risco cambial - o exemplo mexicano.....	29
I.2.3.3.2. O risco sistémico de contraparte.....	31
<i>I.2.4. Considerações finais.....</i>	<i>31</i>
I.3. A TEORIA DO RISCO-PAÍS.....	32
<i>I.3.1. As noções de "capacidade de pagar" e "vontade de pagar".....</i>	<i>32</i>
<i>I.3.2. A abordagem do serviço da dívida (ou modelos de solvabilidade).....</i>	<i>35</i>
I.3.2.1. Identidades básicas sobre a capacidade de pagar.....	36
I.3.2.2. Os modelos clássicos.....	37
I.3.2.3. Os modelos neoclássicos.....	40
I.3.2.4. Uma contribuição recente para a explicação das crises financeiras.....	41
I.3.2.5. Formas de redução da dívida.....	45
<i>I.3.3. A abordagem custo-benefício.....</i>	<i>48</i>
I.3.3.1. Principais contribuições teóricas.....	49
I.3.3.2. Três questões fulcrais na análise da "vontade de pagar".....	52
I.3.3.3. O modelo explicativo da vontade de pagar.....	53
I.3.3.4. O custo do <i>default</i> e a natureza das sanções.....	55
I.3.3.5. O comportamento dos credores e dos devedores.....	57
<i>I.3.4. Considerações Finais.....</i>	<i>58</i>
I.4. A MEDIÇÃO DO RISCO-PAÍS.....	60
<i>I.4.1. Os ratings soberanos ou Índices de crédito.....</i>	<i>60</i>
I.4.1.1. Evolução dos ratings soberanos e dos <i>defaults</i> internacionais.....	63
<i>I.4.2. Organismos envolvidos na medição do risco-país.....</i>	<i>65</i>
I.4.2.1. Instituições especializadas na medição do risco-país.....	65



- I.4.2.1.1. *International Country Risk Guide* 65
- I.4.2.1.2. *Economist Intelligence Unit (EIU)* 66
- I.4.2.1.3. *Euromoney* 66
- I.4.2.1.4. *Institutional Investor* 66
- I.4.2.2. *As agências de rating generalistas* 67
- I.4.3. *Outros agentes envolvidos na medição do risco-país* 67
 - I.4.3.1. *Os bancos comerciais* 68
 - I.4.3.2. *Outros agentes* 68
- I.4.4. *O impacto dos ratings soberanos na emissão de dívida obrigacionista* 69
- I.4.5. *Medição dos novos tipos de risco-país* 70
 - I.4.5.1. *Medição e prevenção do risco cambial* 72
 - I.4.5.2. *A abordagem não linear dos métodos de análise e medição do risco-país* 73
- I.4.6. *Considerações Finais* 75

PARTE II. O INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO 77

- II.1. CONCEITOS E DEFINIÇÕES 78**
 - II.1.1. *Definição de investimento directo estrangeiro* 78
 - II.1.1.1. *Particularidades do conceito de IDE* 79
 - II.1.2. *Outros conceitos associados com o IDE* 81
 - II.1.3. *Síntese* 84
- II.2. ASPECTOS TEÓRICOS DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO 86**
 - II.2.1. *O modelo neoclássico* 86
 - II.2.2. *Teorias baseadas nas imperfeições dos mercados* 87
 - II.2.3. *Teorias baseadas nas vantagens de localização* 88
 - II.2.4. *Teoria da internalização* 89
 - II.2.5. *A teoria eclética ou paradigma OLI* 90
 - II.2.6. *A teoria sintética* 92
 - II.2.7. *A teoria do desequilíbrio* 95
 - II.2.8. *A reformulação da teoria eclética* 98
 - II.2.9. *Visão de síntese* 99
- II.3. A EVOLUÇÃO DOS FLUXOS DE IDE 101**
 - II.3.1. *Evolução global dos fluxos de capitais* 101
 - II.3.2. *Evolução global dos fluxos de IDE* 102
 - II.3.3. *Repartição geográfica dos fluxos de IDE* 103
 - II.3.3.1. *O caso asiático* 104
 - II.3.4. *Importância económica do IDE* 105
 - II.3.5. *Principais formas de entrada* 106
 - II.3.6. *IDE por tipo de componente* 107
- II.4. IDE E DESENVOLVIMENTO 108**
 - II.4.1. *Implicações do IDE para os países receptores* 108
 - II.4.2. *Implicações do IDE para os países investidores* 111
 - II.4.3. *O impacto do IDE no desenvolvimento: uma perspectiva tecnológica* 112
 - II.4.4. *IDE como factor de integração das economias: o caso asiático* 114
 - II.4.5. *Conclusão* 115
- II.5. IDE VERSUS ENDIVIDAMENTO NUM CONTEXTO DE RISCO-PAÍS 116**
 - II.5.1. *A nacionalização* 116

II.5.1.1. O comportamento dos agentes face à nacionalização.....	117
II.5.2. A "expropriação disfarçada".....	120
II.5.2.1. O comportamento estratégico face à expropriação disfarçada.....	121
II.5.3. Eficiência e viabilidade da dívida e do IDE num contexto de risco-país.....	122
II.5.3.1. Síntese da análise comparativa.....	123
II.5.3.2. A importância das <i>joint-ventures</i> na diminuição do risco-país.....	125
II.5.4. Conclusão.....	126
PARTE III. O MODELO.....	128
III.1. DADOS E METODOLOGIA.....	129
III.1.1. Escolha dos países.....	129
III.1.2. Escolha do horizonte temporal.....	130
III.1.3. Dados relativos ao risco-país.....	131
III.1.4. Dados relativos ao IDE.....	134
III.1.5. Metodologia.....	134
III.2. RESULTADOS OBTIDOS.....	136
III.2.1. Evolução temporal das variáveis do modelo.....	136
III.2.2. Matriz de correlações.....	138
III.2.3. Análise das regressões.....	140
III.3. CONCLUSÕES DOS RESULTADOS EMPÍRICOS.....	143
CONCLUSÕES FINAIS.....	145
BIBLIOGRAFIA.....	149
ANEXO 1. NOTAÇÕES DE RATING DAS AGÊNCIAS MOODY'S INVESTORS SERVICE E STANDARD & POOR'S (S & P).....	154
ANEXO 2. METODOLOGIA UTILIZADA PELO ICRG.....	156
ANEXO 3. METODOLOGIA UTILIZADA PELO ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT.....	162
ANEXO 4. METODOLOGIA UTILIZADA PELA EUROMONEY.....	164
ANEXO 5. DADOS DO MODELO.....	165



ÍNDICE DE QUADROS E FIGURAS

Capítulo I.1.	
Quadro 1: Distinção entre risco de IDE e risco-país.....	22
Capítulo I.2.	
Quadro 2: Repartição dos financiamentos de longo prazo dos PVD, quanto à sua natureza.....	26
Capítulo I.3.	
Quadro 3: Principais razões para um país incorrer deliberadamente em <i>default</i>	34
Quadro 4: Principais custos e benefícios inerentes à decisão de não pagar.....	35
Quadro 5: Tipologia das crises internacionais segundo o modelo de <i>Fernandez-Árias</i>	43
Quadro 6: Intervalos determinantes das crises internacionais de pagamentos.....	44
Capítulo I.4.	
Quadro 7: Principais aspectos dos <i>ratings</i> atribuídos pelas agências de <i>rating</i> generalistas.....	61
Quadro 8: A evolução dos <i>ratings</i> soberanos atribuídos pelo <i>Moody's</i> e <i>Standard & Poor's</i>	64
Capítulo II.1.	
Quadro 9: Tipologia dos diferentes aspectos do IDE.....	84
Figura 1: Tipologia dos fluxos internacionais de capitais.....	85
Capítulo II.2.	
Quadro 10: Teoria eclética: formas de penetração das empresas no exterior.....	91
Quadro 11. Teoria sintética: interação entre as vantagens das empresas e dos países de origem...93	
Quadro 12: Teoria sintética: formas de penetração das empresas no exterior.....	95
Capítulo II.3.	
Quadro 13: Composição dos fluxos líquidos de capitais privados de longo-prazo.....	101
Figura 2: Entradas de IDE.....	102
Figura 3: Repartição geográfica das entradas de IDE.....	103
Figura 4: Repartição geográfica das saídas de IDE.....	104
Figura 5: Distribuição dos influxos de IDE na Ásia.....	105
Quadro 14: Peso do IDE na FBCF e no PIB mundiais.....	106
Figura 6: Fusões e aquisições (F&A) face ao IDE total.....	106

Figura 7: Repartição dos influxos mundiais de IDE.....	107
Capítulo II.5.	
Quadro 15: Custos e benefícios da nacionalização.....	117
Quadro 16: Probabilidade de escolha do IDE face à dívida.....	124
Capítulo III.1.	
Quadro 17. Peso dos países escolhidos nas entradas de IDE.....	130
Quadro 18. Variáveis que compõem os sub-índices do ICRG.....	133
Capítulo III.2.	
Figura 8. Evolução das entradas médias de IDE.....	136
Figura 9. Evolução das observações médias das variáveis explicativas.....	136
Quadro 19. Razão entre a primeira e a última observação do IDE.....	137
Quadro 20. Evolução do risco-compósito entre a primeira e a última observação.....	137
Quadro 21. Matriz de correlações.....	139
Quadro 22. Resultados das regressões.....	141
Anexo 1	
Quadro A.1.1. Escalas de curto e longo prazo das agências <i>Moody's</i> e <i>S&P</i>	154
Quadro A.1.2. Significado das notações de <i>rating</i>	155
Anexo 2	
Quadro A.2.1. Grelha de pontuações do ICRG.....	156
Quadro A.2.2. Variáveis que compõem o índice de risco-político do ICRG.....	156
Quadro A.2.3. Variáveis que compõem o índice de risco-financeiro do ICRG.....	158
Quadro A.2.4. Variáveis que compõem o índice de risco-económico do ICRG.....	160

AGRADECIMENTOS



Agradece-se aqui a colaboração das seguintes pessoas e entidades:

- ao Professor Doutor António Mendonça que desde a primeira hora aceitou com entusiasmo a orientação este trabalho, cujas sugestões, críticas e opiniões foram fundamentais para a sua realização e constituíram uma motivação adicional;
- ao Banco Nacional Ultramarino pelas facilidades concedidas para a realização deste trabalho;
- ao Professor Dr. Zolá Simões, docente do Instituto Superior de Economia e Gestão e Director do Banco Nacional Ultramarino pelo apoio na interpretação dos resultados;
- à Mediateca da Caixa Geral de Depósitos, em especial à Sra. D. Maria dos Anjos pela sua enorme disponibilidade e contribuição na obtenção do material de apoio;
- à Dra. Maria José Lourinho do Banco de Portugal, cuja contribuição foi decisiva para a obtenção dos dados relativos ao risco-país.

Para ti, Cristina

INTRODUÇÃO

1. Apresentação do tema

A actividade internacional envolve uma grande variedade de riscos, que vão desde alterações da ordem política interna dos países, a mercados de exportação que se alteram, a modificações dos preços das matérias-primas e dos hábitos dos consumidores, passando por desvalorizações súbitas das moedas e pelo reescalonamento dos empréstimos internacionais, que na pior das hipóteses poderão não ser pagos pelos devedores externos, entre os quais os Estados soberanos, dando origem a situações de incumprimento da dívida, normalmente denominadas de *default*. A história do endividamento internacional tem presente, desde o século XIX, diversos registos de situações de incumprimento das obrigações externas dos Estados soberanos, servindo a crise da dívida dos anos oitenta como um exemplo desta realidade.

Tal como os fluxos de dívida, também o investimento directo estrangeiro (IDE) se encontra sujeito a riscos específicos à sua natureza: o licenciamento de uma actividade num país estrangeiro pode ser cancelada pelo Estado de acolhimento quando já foram realizados custos irrecuperáveis, os projectos de investimento estão sujeitos à nacionalização, expropriação ou destruição física dos activos, ou de uma forma mais subtil, a alterações específicas dos regimes fiscais nos países onde se localizam os investimentos, as quais são passíveis de retirar a viabilidade económica ao projecto, conseguindo o Estado transferir para si grande parte dos lucros gerados com o IDE.

Todos estes riscos, políticos, económicos e financeiros enquadram-se na temática específica do risco-país, um conceito abrangente e evolutivo, cuja natureza é de cada vez mais difícil compreensão e medição, atendendo à complexidade crescente dos mercados internacionais de capitais e à intensificação das relações que se estabelecem entre os agentes económicos de todo o Mundo. O risco-país é apenas um dos vários factores de risco com que os agentes económicos se deparam nas suas ligações ao exterior, sendo no entanto capaz de influenciar a natureza dos acontecimentos, independentemente da qualidade do devedor, da validade do projecto ou das condições da operação.

A problemática que iremos abordar engloba duas áreas distintas da teoria económica, que surgem frequentemente interligadas: a economia financeira internacional e a economia do desenvolvimento. A primeira está presente quando abordamos o risco-país e os fluxos de IDE, enquanto que a economia do desenvolvimento surge ligada ao facto do IDE assumir uma importância central no processo de desenvolvimento económico, através da difusão tecnológica e das externalidades positivas que em geral os projectos de IDE encerram para

os países receptores, possibilitando-lhes, quando inseridos num contexto adequado, a passagem para estágios ulteriores de desenvolvimento.

2. Objecto de estudo e sua pertinência

O objecto de estudo deste trabalho é a *verificação da influência do risco-país nos fluxos de investimento directo estrangeiro para os países em desenvolvimento.*

Não constitui objecto do nosso estudo a análise dos determinantes do IDE, mas apenas a forma como o risco-país, enquanto um desses determinantes, influi nas entradas de IDE. De igual forma, não constitui objecto do nosso estudo analisar a influência do risco-país nas decisões de desinvestir, cujas dinâmicas próprias, distinguem o desinvestimento directo estrangeiro de uma mera operação contabilística inversa ao processo de investimento.

A pertinência do estudo desta problemática no actual contexto revela-se em nosso entender em três aspectos fundamentais. Em primeiro lugar, pensamos ser útil demonstrar de que forma, e se possível em que medida, determinados factores políticos, sociais, económicos e financeiros que compõem o risco-país, influem nos fluxos de capitais em geral e no IDE em particular, para os países em desenvolvimento, os quais dependem, na sua generalidade, da captação desses fluxos para a prossecução de um desenvolvimento sustentável.

É crescente a preocupação que os investidores internacionais, particulares e institucionais, demonstram na recolha do maior número possível de informação antes da realização de um investimento num dado país, como resultado da multiplicação dos destinos potenciais para o IDE, decorrente da alteração do mapa político do mundo (após a queda do Muro de Berlim) da maior abertura das economias e da intensificação da concorrência entre os países.

O conhecimento dos riscos envolvidos nos diversos países, a sua medição e comparação, numa óptica individual e regional, torna-se uma actividade cada vez mais indispensável para os patrocinadores dos projectos de IDE em particular e para os credores externos em geral, sobretudo quando se tratam de países em desenvolvimento, mais sujeitos a situações de instabilidade. Neste sentido, o risco-país surge como um factor decisivo em qualquer estratégia de internacionalização e um elemento condicionante do processo de decisão.

Em segundo lugar, este trabalho pretende "aproveitar" um certo vazio da literatura sobre a problemática em questão. Se por um lado, as temáticas do risco-país e do IDE têm sido escolhidas individualmente para uma multiplicidade de estudos teóricos, por outro lado, a ligação entre risco-país e o IDE tem sido pouco explorada. A grande maioria dos estudos dedicados ao investimento directo estrangeiro focam uma multiplicidade de aspectos, como a sua génese, evolução, os seus determinantes, a sua comparação face aos restantes fluxos de capitais, a sua influência na difusão da inovação tecnológica, na acumulação de

capital e no desenvolvimento. No entanto, são raras as excepções em que a temática do IDE se relaciona com o risco-país ou o risco-soberano.

No caso dos trabalhos dedicados ao risco-país, a literatura debruça-se essencialmente nos seus efeitos sobre os fluxos de dívida, existindo uma reduzida produção teórica e empírica sobre as consequências do risco-país no IDE.

Em terceiro lugar, a pertinência do objecto de estudo prende-se com a importância crescente do IDE nos fluxos internacionais de capitais. No início da década de oitenta o investimento directo estrangeiro representava um pouco menos de 20% dos fluxos internacionais de capitais de longo-prazo, tendo no espaço de uma década passado a constituir a principal parcela desses fluxos, representando cerca de 50% do total. Também no caso dos países em desenvolvimento, o IDE aí entrado registou um crescimento significativo, passando de 25 mil milhões de dólares norte-americanos em 1990 para cerca de 90 mil milhões em 1995, posicionando-se também no contexto destes países como o principal fluxo de capital privado de longo-prazo.

3. Objectivos do trabalho

O principal objectivo deste trabalho é demonstrar a hipótese aqui levantada, tendo para o efeito sido construído um modelo econométrico baseado nas observações realizadas em sete países em desenvolvimento, num período de onze anos. Para um melhor enquadramento da problemática abordada, decomposemos o objectivo principal em quatro objectivos específicos, que nos deverão permitir apreender de uma forma mais abrangente a problemática em causa.

O primeiro objectivo específico prende-se com a compreensão dos aspectos que estão na génese do risco-país, isto é, quais as motivações para que um Estado soberano não cumpra os seus compromissos externos, ou atente contra activos cuja propriedade pertence a agentes económicos não residentes.

O segundo objectivo específico diz respeito à apreensão do fenómeno do investimento directo estrangeiro, bem como das suas consequências para os países em desenvolvimento, não esquecendo os seus efeitos na economia dos países investidores.

O terceiro objectivo específico relaciona-se com a necessidade de percebermos em que medida o risco-país influi de forma diferente no IDE e nos fluxos de dívida.

O último objectivo específico assenta na percepção dos sub-componentes de risco-país (políticos, económicos, sociais, financeiros, jurídicos) que mais se repercutem no IDE.

4. Metodologia

No sentido de demonstrarmos empiricamente a hipótese de partida, isto é, a forma como o risco-país condiciona os fluxos de IDE para os países em desenvolvimento, construímos um modelo econométrico com base em dados recolhidos para sete países do sudeste asiático, referentes a um período de onze anos, compreendido entre 1985 e 1995. Para a elaboração do estudo de caso, utilizamos os índices de risco-país do *International Country Risk Guide* como variáveis explicativas do modelo, constituindo os influxos de IDE a variável endógena.

5. Organização do trabalho

Este trabalho é constituído por três partes principais, divididas em capítulos, as quais são complementadas por esta introdução, pelas conclusões finais, pelos anexos e pela bibliografia.

A **primeira parte** é dedicada à temática do risco-país, encontrando-se dividida em quatro capítulos.

No primeiro capítulo da parte I apresentamos os principais conceitos e definições associados ao risco-país, procurando distinguir o tipo de devedor, a natureza dos acontecimentos, o tipo de acção levada a cabo pelos governos, o horizonte temporal e o risco associado ao investimento directo estrangeiro.

O segundo capítulo da parte I é dedicado à evolução da problemática do risco-país, onde procuramos traçar a história das crises de endividamento internacional à luz da evolução dos fluxos internacionais de capitais, bem como perceber em que medida os novos horizontes do conceito de risco-país o tornam um fenómeno ainda mais complexo.

No terceiro capítulo da parte I passamos em revista os principais contributos teóricos para a explicação do risco-país, nomeadamente as teorias ligadas à "capacidade de pagar" e à "vontade de pagar".

O quarto capítulo da parte I debruça-se sobre a medição do risco-país, prestando especial atenção aos *ratings* ou índices de crédito, e aos organismos que se dedicam à medição do fenómeno do risco-país. Neste capítulo procuramos ainda mostrar as dificuldades de medição do risco-país.

A **segunda parte** do trabalho dedica-se à temática do investimento directo estrangeiro, encontrando-se estruturada em cinco capítulos.

O primeiro capítulo da parte II encerra alguns dos principais conceitos e definições relacionados com o investimento directo estrangeiro, com o objectivo de clarificar a natureza dos fluxos em apreciação.

No segundo capítulo da parte II apresentamos os principais contributos teóricos explicativos do investimento directo estrangeiro, com destaque para as teorias eclética e sintética.

No terceiro capítulo da parte II traçamos a evolução dos fluxos de IDE, tendo em atenção as suas diversas componentes, a repartição geográfica e as novas tendências do IDE.

O quarto capítulo da parte II relaciona IDE com desenvolvimento económico, tendo como objectivo captar as implicações do IDE nos países receptores e nos países investidores, existindo como "pano de fundo" uma perspectiva tecnológica, à qual estão associadas um conjunto de externalidades positivas do IDE.

O quinto capítulo da parte II mostra as principais diferenças em termos de consequências do risco-país nos fluxos de dívida e no IDE, evidenciando as principais implicações do risco-país no IDE, bem como as circunstâncias em que os investidores externos devem optar entre conceder empréstimos internacionais ou realizar investimento directo estrangeiro.

A **terceira parte** do trabalho é fundamentalmente empírica, e destina-se a testar a hipótese de partida com base no modelo definido, encontrando-se dividida em três capítulos.

O primeiro capítulo da parte III diz respeito à escolha dos dados e à apresentação da metodologia seguida no modelo.

O segundo capítulo da parte III destina-se à apresentação dos resultados do modelo, sendo precedido por uma análise da evolução das variáveis que compõem o modelo.

Por fim, no terceiro capítulo da parte III são apresentadas as conclusões da parte empírica, com especial destaque para a forma como a hipótese de partida ficou ou não (e com que magnitude) demonstrada.

A estas três partes correspondentes ao "desenvolvimento" do trabalho, seguem-se as **conclusões finais**, onde serão analisados os resultados alcançados e feita a sua comparação com o enquadramento teórico que os sustentou.

PARTE I. O RISCO-PAÍS

Nesta primeira parte dedicada ao risco-país, procuraremos ao longo de quatro capítulos abordar os principais aspectos relacionados com este conceito e a sua problemática. O capítulo 1 começa com a apresentação detalhada dos principais conceitos e definições evocados nos últimos anos pela literatura especializada, no propósito de apreender de uma forma evolutiva todo um vasto leque de expressões associadas a este tema. Tendo presente o objecto de estudo deste trabalho, damos uma importância especial aos aspectos relacionados com o IDE, procurando quando possível estabelecer comparações entre o risco associado ao IDE e o risco associado aos restantes fluxos financeiros.

No capítulo 2 analisamos a evolução da problemática do risco-país nos últimos anos, associada à evolução do endividamento externo dos países e aos novos desafios de uma época global, onde os capitais fluem para locais cada vez mais diversificados, e assumem formas cada vez mais evoluídas e complexas. A evolução operada nos mercados financeiros internacionais, condicionou a evolução do próprio conceito de risco-país, que ao longo dos tempos assumiu cada vez mais variantes da sua forma original, e uma dimensão multiforme. Os riscos de mercado, com especial destaque para o risco cambial e o risco sistémico de contraparte são as novas variantes do cada vez mais vasto campo de análise do risco-país.

O terceiro capítulo dedica-se às abordagens teóricas do risco-país, com especial ênfase para as relações que se estabelecem entre países credores e devedores, e entre os agentes económicos destes dois tipos de países. Na fase inicial do capítulo, os conceitos de "capacidade de pagar" e "vontade de pagar" assumem um papel de destaque, como ferramentas indispensáveis à teorização do problema, que se reparte em duas abordagens teóricas fundamentais do risco-país. A primeira abordagem - do serviço da dívida - está ligada à "capacidade de pagar" de um país, onde o incumprimento surge de uma forma não-intencional, enquanto que a segunda - a abordagem custo-benefício - está ligada à "vontade de pagar", onde a decisão em declarar o incumprimento das obrigações externas surge como uma escolha racional, existindo sanções para os países faltosos.

No capítulo 4 é discutida a questão da medição do risco-país, com destaque para o papel cada vez mais importante desempenhado pelas agências de *rating*, bem como os fundamentos dos *ratings*, enquanto instrumentos que permitem ordenar os países quanto ao seu grau de risco, atribuindo-lhes uma pontuação que possibilita aos investidores estabelecer comparações quanto aos potenciais destinos dos seus capitais. Neste capítulo são apresentadas algumas das principais agências de *rating*, bem como alguns modelos de atribuição de risco, desenvolvidos por agências de *rating* e outros organismos especializados. O capítulo termina com a questão da medição dos novos tipos de risco-país.

I.1. PRINCIPAIS CONCEITOS E DEFINIÇÕES

São múltiplas as definições e diversificados os conceitos e os critérios associados à avaliação do risco-país. Dependendo do tipo de devedor, da natureza dos acontecimentos, do tipo de acção levada a cabo pelos governos, do facto de se tratar de IDE ou de empréstimos, da evolução temporal dos mercados financeiros e dos fluxos de capital, dos autores, da especificidade do projecto ou das variáveis utilizadas, assim nos deparamos com uma multiplicidade de "riscos-país", uns como ramificações dos conceitos principais, outros associados à evolução da própria problemática. Uma primeira conclusão a retirar da inúmera literatura sobre o assunto é de que a confusão conceptual é elevada.

Começamos por apresentar os principais conceitos e definições, procedendo depois à sua sistematização para um melhor entendimento do leitor, a qual poderá servir como auxiliar para leituras futuras sobre o tema.

I.1.1. Distinção do risco-país pelo tipo de devedor

Os dois conceitos seguintes são os que mais facilmente se confundem, já que muitas vezes a literatura fala de um ou de outro sem distinção. Consoante o tipo de devedor de um dado país, assim poderemos falar em:

- **risco-país:** de uma forma lata, poderemos afirmar que o risco-país é a exposição de um agente económico a uma perda associada à concessão de um crédito ou à aplicação de uma determinada quantia monetária fora do seu país de origem, causada pela existência de certos acontecimentos num determinado país estrangeiro, os quais, estão parcial ou totalmente sob o controle do governo desse país (Nagy, 1994).

Para Calverley (1985), risco-país é "*a potencial perda financeira que poderá advir de um acontecimento macro-económico ou político num dado país*".

- **risco-soberano:** enquanto que o risco-país abarca todas as relações de crédito ou de investimento com o governo, um banco, uma empresa ou outro agente económico de um dado país, o risco-soberano inclui apenas o risco do crédito directamente ligado ao governo de um país, ou a uma empresa pública.¹ É um dos conceitos mais utilizados na literatura especializada e tende a ser confundido com o risco-país, embora seja um conceito mais restrito, estando por isso contido no campo de aplicação lato do risco-país.

¹ Através de empréstimos directos ao governo ou através da aquisição de títulos de dívida (*bonds*) emitidos internacionalmente por um país, ou por ele garantidos.

I.1.2. Avaliação segundo a natureza dos acontecimentos

Se tomarmos como critério de definição, a natureza distinta dos acontecimentos, podemos falar nos cinco tipos seguintes de divisão do risco-país:

- **risco-político:** uma das principais (se não a principal) divisões do risco-país. Está ligado à ocorrência de guerras, nacionalizações, expropriações, tumultos independentistas, diferenças ideológicas entre os principais partidos, tipos de regime, regionalismos extremos, corrupção, influência dos militares na condução política do país, fundamentalismos religiosos, clivagens étnicas e raciais, ocorrência de guerras civis, qualidade das estruturas burocrático-administrativas, entre outras.

É uma medida lata de instabilidade e a sub-divisão do risco-país que mais directamente afecta o IDE (ver ponto I.1.5.). Uma definição possível de risco-político é avançada por *Haque et al.* (1998) como "...a capacidade que um governo no poder tem para implementar as medidas necessárias à estabilização da economia e fazer honrar os seus compromissos externos".

Uma forma diferente de apresentar o risco-político foi feita por *Kobrin* (1988) ao analisar os factores que podem condicionar as estratégias das empresas estrangeiras num dado país. Para o autor, mais do que os perigos que de uma maneira geral poderão afectar todas as empresas estrangeiras (guerras, nacionalizações...), a maioria dos "riscos políticos" resulta de objectivos diferentes, por vezes conflituais, entre as empresas estrangeiras e os governos dos países receptores do investimento.

Um exemplo é o que acontece com a empresa que pretende racionalizar os seus recursos produtivos, mas que se depara com um objectivo governamental de redução do desemprego, impedindo a prossecução de tal estratégia, podendo, no limite, afectar a sua viabilidade futura.

- **risco-social:** alguns autores (como *Nagy*, 1994) falam em risco social, quando retratam certos eventos como guerras civis, desordens causadas por diferenças étnicas, desigualdades na distribuição do rendimento e lutas entre classes políticas. Trata-se em nosso entender de uma sub-divisão do risco-político, já que as variáveis nele contidas fazem parte daquelas que a generalidade dos autores utiliza ao definir o risco-político.

- **risco-económico:** representa a forma como um conjunto de condições de carácter mais ou menos estrutural condiciona os investimentos num dado país. Nele estão contidos aspectos como a inflação, os custos de produção, a estrutura das exportações, a capacidade energética, os recursos naturais, a estrutura da dívida externa e a tipologia das

contas externas. Este sub-tipo de risco-país agrega os factores relacionados com a *performance* da economia e o seu posicionamento externo.

- **risco-financeiro:** avalia as potenciais ameaças colocadas aos detentores de activos num dado país, que estão directamente ligadas ao sistema financeiro, como restrições cambiais, evolução da taxa de câmbio e das taxas de juro, restrições à saída de divisas e nível de reservas oficiais.
- **risco-jurídico:** embora seja uma derivação do risco-político, a sua especificidade faz com que seja frequentemente tratado de uma forma isolada pela literatura. O relacionamento legal entre a empresa estrangeira e o governo pode definir o grau de protecção jurídica daquela, existindo pois um enfoque na forma como são redigidos os acordos iniciais (no caso de IDE), e na forma como estão explicitados os direitos legais de uma firma estrangeira, podendo o clausulado dos contratos impossibilitar futuras acções por parte do governo, passíveis de prejudicar a empresa (*Kobrin, 1988*).

Laigo e Jacomin (1997) estudaram para o caso russo a questão do risco-jurídico. Para os autores, o quadro legislativo da Federação Russa está longe do desejado para uma economia de mercado, não se tendo adoptado, à semelhança de outros países do Leste Europeu, um conjunto de textos fundamentais, como os relacionados com o direito internacional privado ou propriedade industrial. A inexistência de doutrina e jurisprudência para um vasto leque de situações resulta em ambiguidades e anomalias jurídicas, que são ainda mais graves a nível regional, não existindo uma harmonização de uma região para outra.

O caso da Rússia mostra a importância para os investidores de uma legislação moderna, que não funcione como entrave ao IDE e ao desenvolvimento do mercado de capitais, sendo portanto um factor de risco a ponderar na escolha de um possível destino para o investimento no exterior.

I.1.3. Análise segundo o tipo de acção levada a cabo pelo governo

Se tomarmos como critério de análise do risco-país o tipo de acção empreendida pelo governo de um país estrangeiro, capaz de causar perdas aos investidores externos, temos o seguinte conjunto de conceitos associados:

- **default**, ou incumprimento. Trata-se do termo mais frequentemente utilizado pela literatura especializada, para descrever em termos práticos o risco-soberano. Representa a situação em que o país devedor notifica o credor internacional que irá, devido a não querer

ou a não poder, cumprir os pagamentos e cessar com o serviço da dívida (Nagy, 1984). Risco de *default* ou risco soberano, são pois, em termos práticos, sinónimos.

Segundo Longueville (1997), no final dos anos oitenta cerca de 50 países em desenvolvimento (PVD) encontravam-se em situação de *default* parcial ou total da sua dívida externa, baixando progressivamente o seu número, à medida que as rondas negociais dos Clubes de Paris (agrupa os credores soberanos) e de Londres (onde os credores são os bancos comerciais do Ocidente) encetaram acordos de renegociação e de perdão de algumas dívidas.

Eaton et al. (1986), analisando as relações de crédito entre países devedores e credores, referem que o *default* ocorre quando o credor declara que o devedor violou alguma cláusula do contrato de empréstimo, ou quando o devedor anuncia que não quer, ou não pode assegurar a continuidade dos pagamentos.

Estes autores (cujo contributo teórico será apresentado no capítulo 1.3.) vão mais longe na definição de *default*, afirmando que muitas vezes este surge como resultado da decisão do credor em não conceder mais créditos ou não aceitar mais renegociações da dívida de um dado devedor, não restando outra saída para os devedores senão o anúncio do *default*.

O anúncio de *default* tem muitas vezes subjacente a presença do risco-político, quando se debate a ambiguidade entre *default* causado pelo facto de um Estado não querer ou não poder cumprir as suas obrigações externas. Arias (1996), afirma que o *default* resulta de uma situação em que o "fardo" da dívida externa de um país é demasiado grande face ao custo do *default* (custo avaliado em sanções por parte dos credores), optando o país por não pagar. Esta concepção de não-pagamento deliberado por parte de um governo (associada à "vontade de pagar"), opõe-se à tradicional concepção de *default*, ligada à falta de condições de um país para assegurar os seus compromissos externos (insolvência).

- **default por motivos técnicos.** Situação em que o país devedor falha no cumprimento de um ou mais termos do serviço da sua dívida externa, por razões de incapacidade temporária, atrasos administrativos ou quaisquer outras razões de carácter transitório. De uma maneira geral, o devedor compensa estes atrasos temporários pelo pagamento de uma penalidade, normalmente materializada no acréscimo da taxa de juro das prestações em causa.

- **repúdio.** Ocorre quando por alterações políticas ou ideológicas, o devedor não reconhece a existência de uma dívida. Trata-se, ao contrário de outras situações como a renegociação ou o reescalonamento de um acontecimento bastante raro².

² Embora a China o tenha feito em 1949, repudiando toda a sua dívida externa.

- **renegociação** (dos termos de um contrato). Traduz-se normalmente pelo não pagamento de uma parte do capital ou pelo pagamento dos juros a uma taxa menor que a inicialmente estabelecida.

- **reescalamento**. Situação em que, por acordo entre as partes, o período de amortização da dívida externa é prolongado, devido à maior distribuição pelo tempo dos pagamentos do capital em dívida. O pagamento dos juros mantém-se dentro do inicialmente estabelecido.

Para *Eaton et al (1986)*, reescalamento é "... uma acção levada a cabo por um credor perante uma crise de liquidez (de carácter temporário) do devedor, ou a tentativa por parte de um devedor insolvente ou incapaz de assegurar os pagamentos de prolongar as inevitáveis sanções que sofrerá se os pagamentos deixarem de ser feitos".

- **moratória**. Distingue-se do reescalamento apenas na medida em que, mantendo-se como inicialmente acordado o pagamento dos juros, é concedido pelo país credor um período de graça (ou de carência) para o pagamento do principal, ao país devedor. Quando se trata de uma decisão unilateral (por parte do país devedor), a moratória é entendida como declaração de *default*.

- **risco de transferência**. Diz respeito a situações em que o governo, devido à falta de divisas, impõe restrições cambiais, impossibilitando as transferências de divisas para o exterior. É um tipo de risco que apenas afecta os devedores particulares dos países onde foram aplicadas restrições cambiais, que se veem impossibilitados de servir as suas dívidas em moeda estrangeira, já que a falta de divisas não permite transformar os recursos obtidos na moeda local em meios de pagamento internacionais.

- **nacionalização**. Situação em que o governo de um país decide transferir para a posse do Estado a propriedade dos activos físicos (instalações, equipamentos) que não lhe pertencem. Poderá por vezes ser atribuída uma compensação monetária ao investidor, assemelhando-se assim a uma venda forçada, mas na maior parte dos casos a compensação atribuída não cobre os danos infligidos ao investidor externo.

- **expropriação**. Acto levado a cabo por parte do governo, passível de retirar a viabilidade ao projecto na óptica do investidor, através de alteração do regime fiscal, imposição de tarifas à importação de matérias-primas ou à exportação de produtos acabados. A principal diferença face à nacionalização prende-se com o facto da expropriação não envolver uma transferência de propriedade, sendo por isso um fenómeno de difícil apreensão (este assunto será retomado no capítulo II.5.)

I.1.4. Análise segundo o horizonte temporal do problema

As crises associadas com o incumprimento por parte de um país das suas obrigações externas podem ter um carácter temporário ou permanente, consoante o tipo de risco em causa:

- **risco de liquidez.** Risco associado a falhas temporárias de liquidez, que poderá ser ultrapassado pela obtenção de liquidez no mercado de capitais. Estas crises podem ser evitadas através de reescalamentos adequados da dívida externa de um país. Para *Anias* (1996), o risco de liquidez só se poderá converter em crise de liquidez se o país estiver numa situação de pré-insolvência, em que já não tenha condições de renegociar quaisquer termos de um contrato, ou se os investidores forem demasiado sensíveis ao pânico, não acreditando na capacidade de uma dada economia para ultrapassar a situação, retirando capitais e potenciando uma situação que apenas poderia ter sido transitória.
- **risco de solvabilidade (ou de solvência).** Está associado com o longo prazo, sendo muitas vezes utilizado como um conceito análogo ao de risco-país, já que não traduz uma situação pontual de falta liquidez, mas sim uma dificuldade sustentada de um país para conseguir assegurar os seus compromissos externos, e sobretudo a falta de condições para renegociar os termos da dívida.

I.1.5. O risco associado ao investimento directo estrangeiro

Atendendo ao facto de o nosso objecto de estudo se centrar na forma como o risco-país afecta os fluxos de IDE recebidos por um dado país, optámos por isolar as definições conceptuais especificamente relacionadas com o risco do IDE. O risco inerente à concessão de empréstimos (financiamentos directos ou emissões de dívida) distingue-se do risco de IDE, pelo tipo de activo que está em causa. Tomemos o seguinte exemplo: um empréstimo concedido por uma sucursal estrangeira de um banco encontra-se exposto ao risco de *default* (não cumprimento dos termos do empréstimo), enquanto que as instalações e o equipamento dessa sucursal estão expostas ao risco de IDE, logo de carácter essencialmente político.

O risco de IDE é definido por *Nagy* (1984) como "*...a exposição a uma perda de um activo real ou um negócio noutra país causada por acontecimentos que estão, pelo menos em parte, sob o controle do governo de um país estrangeiro, mas que não estão em nenhum aspecto sob o controle dos detentores daqueles activos ou daqueles negócios*".

Embora para a maioria dos estudiosos do risco-país, este poder ser maior ou menor independentemente do tipo de activo em causa³ (empréstimo ou IDE), esta distinção tem vantagens importantes. Nagy (1984) refere-se a sete diferenças importantes entre o risco de IDE e o restante risco-país (risco de empréstimos), as quais se encontram sistematizadas no Quadro 1:

Quadro 1: Distinção entre risco de IDE e risco-país

Tipologia das diferenças	Risco de empréstimo	Risco de IDE
Natureza dos activos em risco	<ul style="list-style-type: none"> • Capital • Capacidade do devedor em servir a sua dívida 	<ul style="list-style-type: none"> • Activos reais e capital • Capacidade de desenvolver um negócio
Horizonte temporal (médio)	<ul style="list-style-type: none"> • 12 anos 	<ul style="list-style-type: none"> • 30 anos
Tipo de acontecimentos	<ul style="list-style-type: none"> • Declaração de <i>default</i> devido a questões políticas ou a problemas com a balança de pagamentos • Proibição à saída de capitais 	<ul style="list-style-type: none"> • Destruição física dos activos • Expropriação • Nacionalização • Proibição de repatriar lucros e capital
Magnitude das perdas	<ul style="list-style-type: none"> • Elevada 	<ul style="list-style-type: none"> • Moderada ou elevada
Reacção ao risco (antes de emprestar e de investir)	<ul style="list-style-type: none"> • Emprestar • Não emprestar 	<ul style="list-style-type: none"> • Investir • Não investir • Redesenhar o projecto (minimizar o risco)
Reacção ao risco (depois de emprestar e de investir)	<ul style="list-style-type: none"> • Não há possibilidade de minimizar o risco do capital em dívida 	<ul style="list-style-type: none"> • Adopção de estratégias "no terreno" para minimizar o risco
Avaliação do risco	<ul style="list-style-type: none"> • Existe um mercado específico para a avaliação/medição do risco-país, nomeadamente agências de <i>rating</i> e bancos comerciais 	<ul style="list-style-type: none"> • Não existe um mercado específico para a avaliação do risco de IDE, fazendo cada investidor a sua própria avaliação de risco, consoante a natureza do projecto

Fonte: Adaptado de Nagy (1984).

1.1.6. Outros critérios de avaliação do risco-país

Para além dos principais critérios de avaliação atrás abordados, existem outros de menor importância, mas que ainda assim optamos por referenciar. Uma das distinções mais primárias, mas não menos importante, prende-se com a definição *do que é e o que não é risco-país*.

³ Uma excepção a esta generalidade é encontrada em Nagy (1984), que ao isolar o risco de IDE do restante, define claramente risco-país como o risco associado aos empréstimos internacionais, excluindo o IDE.

O **risco-comercial**, definido como a perda associada à gestão ou a acontecimentos endógenos a uma empresa de um dado país, não estando ligado ao papel do Estado, funciona como exemplo do que não é risco-país.

Outra das possíveis distinções conceptuais, prende-se com o facto do risco-país se aplicar a **activos ou passivos**. De uma maneira geral, o conceito de risco-país aplica-se a activos (o capital no caso dos empréstimos e as estruturas físicas e equipamentos no caso do IDE), embora Nagy (1984) exemplifique a forma como o risco-país pode ser aplicado a passivos (ou responsabilidades)⁴. Contudo, tal como na restante literatura sobre o assunto, falamos de risco-país pensando unicamente em activos. Por fim, podemos ainda tipificar o risco-país em **termos geográficos**⁵ (um país de uma dada região, provando-se para a recente crise asiática de 1997 que o efeito regional tem um papel importante) ou pelo **grau de risco**, podendo-se tratar-se de riscos elevados, moderados ou baixos (ver capítulo 1.4. sobre a medição do risco-país).

⁴ Tome-se o caso de uma crise de liquidez no sector bancário de um dado país, onde os bancos locais fecham as portas e recusam o pagamento dos depósitos dos clientes. A situação é diferente para as sucursais de bancos estrangeiros nesse país, as quais, não sendo instituições de direito local, têm os depósitos dos clientes garantidos pela "casa-mãe". Neste caso, a "casa-mãe" teria que honrar os seus passivos, transferindo divisas para o país em crise onde se situa a sua sucursal.

⁵ Numerosos estudos sobre as variáveis explicativas das crises dos países, como os de Kaminsky et al. (1997) e de Haque et al. (1998) concluem pela significância estatística das variáveis regionais.



I.2. EVOLUÇÃO DA PROBLEMÁTICA

Neste capítulo pretendemos mostrar a forma como a evolução do endividamento internacional e dos fluxos internacionais de capitais condicionou a evolução do conceito de risco-país, que se diversificou e abarcou "novos riscos", tornando-se um fenómeno mais complexo e de mais difícil apreensão. Por seu lado, os fenómenos de globalização e integração das economias alteraram também a natureza dos riscos, atendendo aos efeitos regionais e de "contágio".

I.2.1. Evolução do endividamento internacional

Muitos dos países hoje considerados desenvolvidos à luz dos padrões ocidentais, atingiram esse estágio à custa da utilização de capitais estrangeiros, que permitiram o crescimento económico em substituição da poupança interna. Alguns países como a Austrália, o Canadá, os Estados Unidos da América e alguns dos novos países desenvolvidos da Ásia sustentaram os seus modelos de crescimento na atracção e eficiente utilização dos capitais estrangeiros.

A forma da dívida externa e a natureza das respectivas crises mudou ao longo dos tempos. No século XIX os financiamentos aos países eram feitos de forma directa (empréstimos soberanos), passando nos anos trinta do século XX a assumir a forma de dívida obrigacionista, para nos anos setenta e oitenta se assistir ao financiamento por via de empréstimos dos bancos comerciais do Ocidente, retomando-se nos anos noventa o papel da dívida obrigacionista (*bonds*), paralelamente ao crescimento do IDE e dos mercados locais de capitais (*investimentos de carteira, ou portfolio investments*).

I.2.2. As crises do endividamento internacional e o conceito de risco-país

A literatura dedicada ao tema do risco-país é unânime em definir a crise da dívida bancária dos anos oitenta como um marco decisivo na forma como passou a ser estudada a problemática do risco-país, ganhando a partir daí uma nova projecção dentro do vasto e dilatado campo da actividade financeira internacional, ao mesmo tempo que se aprofundaram técnicas e métodos de análise.

O crescimento abrupto das receitas de exportação dos países exportadores de petróleo em 1973, e a consequente aplicação desta liquidez excedentária (em divisas) nos bancos comerciais do ocidente, levou ao aparecimento dos denominados *petródolares*, representativos do excedente da balança de transacções correntes dos países produtores de petróleo, em detrimento dos países energeticamente dependentes, sobretudo os países

em desenvolvimento, que acumulavam défices, necessitando de se refinarciar externamente.

Assumindo verdadeiramente a função clássica de canalizar poupança para o investimento, os bancos comerciais do Ocidente (Estados Unidos e Europa Ocidental) emprestaram avultadas quantias aos PVD, sob a forma de empréstimos bancários a taxas de juro variáveis, para a construção de infra-estruturas e o desenvolvimento de estratégias de substituição de importações. Atendendo à conjuntura de baixas taxas de juro, o serviço da dívida daqueles países, apresentava-se em geral aceitável.

Contudo, o pouco rigor colocado na orientação da política económica por parte dos PVD, o segundo choque petrolífero de 1979/80, a recessão mundial e a alta das taxas de juro reais, levaram a que um número considerável de países, que se haviam endividado de uma forma significativa a taxas variáveis, assistissem subitamente ao crescimento da sua dívida externa denominada em moeda estrangeira, ao mesmo tempo que o saldo das suas balanças de transacções correntes, de uma maneira geral regredia, atendendo à conjuntura recessiva que a economia mundial atravessava.

A envolvente de risco que sucintamente acabamos de descrever teve o seu ponto alto no dia 12 de Agosto de 1982, quando o México anunciou ao Mundo que deixaria de cumprir os seus compromissos externos (*default* da sua dívida externa). Este anúncio, com consequências dramáticas para os bancos comerciais do Ocidente, veio reavivar a importância da noção de risco-país, e romper com a máxima de que os "países não quebram" (Shapiro, 1997).

Os anos oitenta ficaram assim marcados pelo anúncio de *default* parcial ou total da dívida externa de alguns PVD, sobretudo da América Latina e de África, que afectaram não só os bancos comerciais mas também as instituições bilaterais e multilaterais de cooperação, como o Fundo Monetário Internacional. Em termos da problemática do risco-país, saiu reforçada a partir daí a atenção prestada às questões do risco-soberano (incumprimento por parte do Estado ou de empresas públicas), rompendo com as décadas de cinquenta e sessenta, onde a atenção dos analistas do risco-país estava centrada no risco de transferência⁶.

Contudo, quer o risco de transferência quer o risco-soberano são duas asserções dentro da concepção clássica de risco-país, a qual se alargou nos anos noventa, por via do

⁶ Recorde-se que não existe risco de transferência no caso de um credor soberano, conforme definido no ponto 1.3. A noção de risco de transferência foi de extrema importância na Europa durante as décadas de 50 e 60, onde predominavam rigorosos controles cambiais. Na época, o risco para um credor na concessão de um empréstimo a uma empresa estrangeira media-se pelo risco associado ao facto do governo do país onde se situava a empresa devedora poder de tal forma restringir as transferências em divisas, que a empresa devedora, mesmo dispondo de recursos em moeda nacional suficientes para servir a sua dívida, ficaria impossibilitada de o fazer. Foi neste contexto que se desenvolveu o mercado dos *eurodólares*, consubstanciado em depósitos e empréstimos bancários que estavam seguros face os apertados controles cambiais da época.

aparecimento de novas áreas de risco, como o risco de taxa de câmbio, o risco do preço dos activos financeiros (riscos de mercado) e o risco sistémico de contraparte. O desenvolvimento destas novas concepções do risco-país será abordado no ponto seguinte.

1.2.3. Novos horizontes para o conceito de risco-país

1.2.3.1. Recente evolução dos fluxos financeiros

Antes de prosseguirmos na abordagem dos novos riscos, pensamos ser importante analisar a evolução dos fluxos financeiros internacionais com destino aos PVD, bem como os principais instrumentos que os investidores internacionais têm hoje à sua disposição ao ponderarem potenciais investimentos nesses países. O crescimento e a diversificação dos fluxos financeiros para os PVD tem sido uma constante ao longo dos anos 90, à medida que as economias destes países passaram cada vez mais a integrar a economia global.

Segundo *Olivier de Boysson* (1997), em 1995 a dívida externa de longo prazo dos PVD era ainda essencialmente de cariz público ou soberano, representando 70% do endividamento total dos PVD, contra 76% registados em 1990. De igual forma, registou-se uma clara diminuição do peso dos empréstimos bancários (devido essencialmente aos efeitos do Plano *Brady* de reconversão de dívidas), que passaram a representar 16% da dívida externa dos PVD em 1994, contra 28% em 1990. Por contrapartida, a parcela da dívida externa representada por obrigações (dívida obrigacionista) passou de 5% para 20% entre 1990-94.

O Quadro 2 mostra a repartição dos financiamentos de longo prazo dos PVD quanto à sua natureza, bem como as suas necessidades estruturais de financiamentos externos:

Quadro 2: Repartição dos financiamentos de longo prazo dos PVD, quanto à sua natureza

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1. Financiamentos líquidos totais	102	127	155	207	207	231
1.1. Fluxos líquidos privados totais	44	62	100	154	159	167
1.1.1. Investimento directo estrangeiro	25	35	47	68	80	90
1.1.2. Investimentos de carteira, ou de <i>portfolio</i>	7	20	27	84	67	57
1.1.3. Bancos comerciais	2	3	14	-5	9	17
1.2. Fluxos líquidos públicos totais	58	65	55	53	48	64
1.2.1. Donativos	29	37	32	29	32	33
1.2.2. Empréstimos bilaterais	13	13	11	9	6	19
1.2.3. Empréstimos multilaterais	15	15	12	14	10	12
2. Défice da balança de pagamentos corrente	-5	-84	-69	-106	-77	-90
3. Amortização da dívida externa	-95	-97	-118	-129	-132	-148
4=(2+3) Necessidade estrutural de financiamento	-100	-181	-187	-235	-209	-238
5. Financiamentos externos brutos	200	221	265	318	312	383
6=(5-4) Sobre-financiamento externo	100	40	78	83	103	145

Fonte: *Olivier de Boysson* (1997), adaptado. Todos os valores em mil milhões de USD.

O Quadro 2 releva, não apenas um crescimento significativo nos fluxos líquidos totais de longo prazo para os PVD, atingindo 231 mil milhões de dólares norte-americanos (USD) em 1995 (um valor que mais que duplicou os números de 1990), mas também uma alteração significativa no que respeita à sua natureza. Os fluxos financeiros têm cada vez mais um carácter privado - o seu peso nos financiamentos líquidos de longo prazo para os PVD cresceu de 43% em 1990 para 72% em 1995, enquanto que o peso dos fluxos públicos passou de 57% para 28% em igual período.

Por seu lado, dentro dos fluxos privados, o destaque vai para o IDE, que em 1995 representava 54% dos fluxos privados e 39% do total dos fluxos financeiros líquidos para os PVD. O elevado crescimento registado no volume de IDE com destino ao PVD reflecte uma maior integração das economias destes países na economia mundial, aparecendo como fruto das reformas estruturais levadas a cabo por um número significativo de países, desde a China (um dos maiores receptores mundiais de IDE) aos países do Leste Europeu. A natureza do IDE difere igualmente dos restantes fluxos, já que se tratam de capitais não geradores de dívida (esta e outras questões relacionadas com o IDE serão retomadas e aprofundadas na parte II).

A segunda parte do Quadro 2 mostra as necessidades estruturais de financiamento das economias dos PVD e os fluxos de financiamento externo necessários para as satisfazer. O crescimento acentuado das necessidades (260 mil milhões de USD em 1995 contra 100 mil milhões em 1990) aparece mais do que compensado pelos influxos de capitais, surgindo como resultado desse sobre-financiamento uma acumulação de reservas.

1.2.3.2. Principais instrumentos para o investimento nos PVD

O alargamento do campo conceptual do risco-país encontra-se associado à emergência de novos instrumentos financeiros à disposição dos investidores. De acordo com *Buchet* (1997), os principais instrumentos são os seguintes:

- **Títulos ou Bilhetes do Tesouro (bonds).** Emitidos essencialmente pelos Bancos Centrais, normalmente sob a forma de "cupão zero"⁷, com maturidades variáveis, a partir de um ano, apresentado-se como o mais líquido dos instrumentos. Estes *bonds* servem normalmente como referência para o mercado.⁸
- **Obrigações do Estado.** Têm maturidades entre zero e cinco anos, e permitem maiores rentabilidades que os anteriores. São utilizadas nos PVD mais avançados, como a África do Sul, Argentina, Hungria, México ou Rússia.

⁷ Tratam-se de obrigações a taxa fixa em que a entidade emissora não paga qualquer juro regular até ao seu vencimento, assegurando ao investidor uma taxa de rendimento certa e uma imunidade às oscilações de taxa de juro.

⁸ Com excepção dos mercados asiáticos onde são os certificados de depósitos ou os bilhetes à ordem emitidos pelos bancos e instituições financeiras que servem de "âncora".

- **Contratos forward sobre a moeda local** (ou *forwards* não derivativos, quando se trata de um mercado *offshore*). Servem paralelamente como instrumento de cobertura de risco e de investimento, proporcionando uma rentabilidade análoga aos *bonds*. Tratam-se de operações denominadas “fora do balanço”, encontrando-se ligadas ao risco de *portfolio* (ou risco da carteira de activos).
- **Papel comercial de empresas industriais/comerciais**. Existem em determinados mercados, sobretudo na Ásia e Europa, com prazos variáveis. Por vezes, empresas ligadas aos grandes grupos internacionais emitem dívida na moeda local dos PVD, quando há uma garantia expressa da “casa-mãe”. Estas emissões de papel comercial têm normalmente associada uma nota de *rating*⁹.
- **Emissões obrigacionistas de empresas**. São instrumentos que se encontram numa fase de desenvolvimento, existindo já em alguns países da Ásia, África do Sul, México e República Checa.
- **Produtos estruturados**. Produtos compostos oferecidos pelos maiores bancos mundiais, com vantagens fiscais. São normalmente lançados em USD, ficando o risco integralmente do lado do investidor, que tem a possibilidade de sugerir a estruturação do produto de acordo com a sua própria visão do mercado onde pretende investir.

1.2.3.3. As novas concepções do risco-país

A evolução dos fluxos financeiros atrás descrita, consubstanciada no aumento da liquidez existente nas economias dos PVD e no aparecimento dos mercados locais de capitais (com o surgimento de bolsas de valores) potenciaram o desenvolvimento de novos instrumentos, cujos fundamentos, associados à questão da volatilidade dos capitais, nos remetem para dois tipos fundamentais de risco: o risco de mercado e o risco sistémico de contraparte, para além do caso particular dos riscos cambiais, associados às crises cambiais, que se iniciaram com a crise mexicana de 1994.

1.2.3.3.1. O risco de mercado

É o principal tipo de risco dentro das novas formas de risco-país e resulta da evolução das modalidades de financiamento e dos processos de liberalização e de ajustamento estrutural das economias. O seu peso no conceito global de risco-país passou a ser de tal forma importante, ao ponto de se ter assistido a uma alteração semântica na denominação dos países por parte da literatura financeira especializada - **os PVD passaram a ser denominados como mercados ou países emergentes**, quando no seu seio passou a existir, ainda que por vezes de uma forma insípida, um mercado de capitais.

⁹ As notas de *rating* servem para mostrar a dimensão do risco associado a um emissor de dívida, seja um país, uma região, um banco ou uma empresa. Esta questão encontra-se desenvolvida no capítulo 1.4.

Como vimos, o início dos anos noventa ficou marcado pelo aumento da importância dos capitais privados na cobertura das necessidades de financiamento estrutural dos PVD, confirmando uma tendência de globalização financeira, assente na mundialização dos investimentos e no favorecimento dos processos de liberalização interna e externa dos PVD.

O risco de mercado ocorre quando esta dinâmica resulta em processos capazes de colocar em risco toda esta nova lógica credor-devedor. A abertura demasiado rápida do comércio externo desses países, comparativamente à evolução do seu tecido produtivo, ou a liberalização prematura dos mercados de capitais em paralelo com sistemas financeiros pouco evoluídos, são alguns dos riscos contidos na concepção de risco de mercado (Longueville, 1997).

Os riscos de mercado estão presentes na maioria das economias ditas emergentes, mesmo se os indicadores clássicos de análise do risco país (indicadores económicos e financeiros, como a inflação, as finanças públicas ou os rácios da dívida), baseados em variáveis macro-económicas, apresentam valores satisfatórios. Ao contrário do risco-soberano (de *default*), onde apesar de ainda existirem insuficiências, já é possível efectuar alguma previsão através da identificação de factores comuns (esta questão será desenvolvida no ponto 4 deste capítulo), os riscos de mercado são de difícil apreensão, pois o seu leque de causas possíveis é bastante mais vasto.

A natureza específica dos riscos de mercado assenta no facto de determinados factores, quando tomados individualmente, terem um efeito pouco importante no risco-país, mas quando conjugados com outros factores, terem um efeito imprevisível. A dependência dos capitais estrangeiros de curto prazo e a extrema volatilidade destes, são o "terreno propício" para o risco de mercado. Dentro deste risco, o destaque vai para o risco cambial, também designado por alguns autores, nomeadamente *Clei* (1997), como "risco de desvalorização súbita".

1.2.3.3.1.1. O caso particular do risco cambial - o exemplo mexicano

A questão do risco cambial assume dentro do risco de mercado um papel de destaque, sobretudo por se tratar do tipo de crises mais frequente, sobretudo a partir da crise do peso mexicano de 1994. A taxa de câmbio, enquanto instrumento privilegiado da política económica, encerra para a problemática do risco-país um aspecto fulcral - o preço dos activos em moeda nacional (no caso do IDE, uma desvalorização fará decrescer o preço dos activos de um dado investidor no exterior) - mas sobretudo a questão do endividamento noutras moedas, pois no caso de uma desvalorização súbita, um agente de um dado país, fortemente endividado em moeda estrangeira, pode ver subitamente o montante e o serviço da sua dívida assumirem dimensões de tal forma incomportáveis que, mantendo o mesmo

fluxo de receitas em moeda nacional, nada poderá fazer se não suspender o serviço da sua dívida.

Para além do facto da taxa de câmbio constituir um barómetro da actuação da política económica de um governo, e um meio privilegiado de ajustamento¹⁰, a sua apreciação tem constituído um fenómeno que normalmente antecede as crises cambiais (*Olivier de Boysson*, 1997). Por um lado, a apreciação de uma moeda pode reflectir uma tendência positiva dos principais fundamentos de uma economia, como a passagem para um estágio de desenvolvimento superior (desenvolvimento tecnológico que permite de uma forma geral obter ganhos de produtividade no sector dos bens transaccionáveis) e a consequente melhoria dos termos de troca, mas por outro lado pode traduzir-se (tal como acontece grande parte das vezes nos PVD) numa desadequação entre os objectivos das políticas monetária e cambial (taxas de juro internas sobrelevadas e superiores às taxas de juro internacionais, para atracção de capitais externos, de natureza normalmente volátil).

Tal como os países do Norte, também os mercados emergentes estão sujeitos ao fenómeno das "bolhas especulativas", que se podem traduzir em crises de solvabilidade e risco de *default* (soberano). Conforme veremos em seguida, a crise do peso mexicano de 1994 (*tequilla crisis*) foi um claro exemplo deste fenómeno particular de risco-país.

Após alguns anos de crescimento económico e fortes entradas de IDE, que colocaram os principais indicadores de endividamento em níveis despreocupantes, ocorreram uma série de factores que estiveram na base da crise cambial mexicana. O desequilíbrio entre crescimento, investimento e reduzida poupança interna, traduziu-se no aumento do défice da BTC, ao mesmo tempo que o crescimento dos créditos bancários (com base numa política pouco cuidadosa por parte dos bancos comerciais), a instabilidade política decorrente de se tratar de um ano de eleições presidenciais, a apreciação do câmbio, mas sobretudo a dependência de capitais externos de curto-prazo (de natureza extremamente volátil) e o endividamento de curto prazo foram os principais factores explicativos da crise.

No final de 1994, a conjugação dos três últimos factores culminou na desvalorização do peso em 50% e na consequente saída dos capitais especulativos do país (investimentos de *portfolio*), colocando o México numa conjuntura recessiva e fortemente dependente do auxílio da comunidade financeira internacional - avaliado em 50 mil milhões de USD - por forma a evitar o colapso do seu sistema bancário e empresarial, dado que a maior parte da dívida das empresas estava denominada em USD, tendo o seu valor crescido abruptamente, face à desvalorização da moeda local.

¹⁰De tal forma que são raros ou mesmo inexistentes os Programas de Ajustamento Estrutural patrocinados pelo FMI, que não resultem na alteração da taxa de câmbio dos países em ajustamento, normalmente através de desvalorizações, como forma de aumentar a competitividade do sector exportador e introduzir um maior realismo face aos fundamentos das economias.

1.2.3.3.2. O risco sistémico de contraparte

Em termos práticos, o risco sistémico de contraparte traduz-se pela existência de externalidades negativas causadas a uma empresa ou a um banco, decorrente da evolução negativa de um determinado sector. A título de exemplo, o risco associado à dívida emitida por um banco comercial dos PVD, pode subitamente agravar-se sem que o banco de *per si* tenha registado uma degradação económico-financeira, mas sim porque este se vê confrontado com uma crise que afecta todo o sistema bancário nacional.

De uma forma geral, todos os bancos, empresas ou grupos económicos estão expostos às crises financeiras dos países, quer se tratem de alterações abruptas na taxas de juro e de câmbio, ou no preço dos seus activos. Um recente exemplo foi a crise financeira que abalou a Ásia a partir da primavera de 1997, com a falência ou quase-falência de alguns conglomerados industriais e instituições financeiras.

1.2.4. Considerações finais

Não obstante o facto da literatura recente se começar a debruçar em torno da distinção entre novas e antigas concepções do risco-país, a fronteira entre aquelas e estas é ainda bastante ténue, atendendo à complexidade intrínseca aos novos conceitos. Uma crise sistémica que afecte o sistema bancário de um país (risco sistémico), poderá desencadear uma crise dos mercados financeiros (risco de mercado), a qual se poderá posteriormente vir a materializar na impossibilidade de transferir divisas para o exterior (risco soberano). O caso do México em 1994, mostra que o país apenas evitou um novo *default* da sua dívida externa graças à rápida e volumosa ajuda do exterior. Também a Tailândia em 1997, pese embora o facto de dispôr de elevadas reservas em divisas, necessitou de recorrer à ajuda externa para evitar uma quebra abrupta da sua moeda (risco de mercado), que poderia culminar na imposição de controles cambiais (risco soberano).

Uma dúvida porém parece estar afastada. Atendendo à forma como são expostos os fundamentos da sua análise, integrando dimensões de ordem política, social, económica, financeira e sectorial, *os novos riscos integram-se dentro do campo de análise do risco-país*. Contudo, atendendo às suas características, a sua identificação, controle e previsão diferem das tradicionais abordagens de risco-soberano. Este ponto será de novo abordado no capítulo 1.4. referente à medição do risco-país.

Os novos tipos de riscos, por resultarem também de uma maior integração das economias, chamam ainda a atenção para um novo factor: o risco associado aos efeitos regionais e de "contágio", os quais, já existentes no passado, adquiriram uma nova dimensão com os conceitos de risco de mercado e risco sistémico. O conceito de risco-país adquire assim um carácter multiforme, juntando-se os novos aspectos às tradicionais concepções de risco.

1.3. A TEORIA DO RISCO-PAÍS

Após nos termos dedicado à sistematização dos principais conceitos e à análise da evolução da noção do risco-país nos dois capítulos anteriores, vamos neste capítulo acercar-nos das principais abordagens teóricas existentes em torno desta problemática.

A problemática do risco-soberano encontra-se associada a dois conceitos fundamentais: a capacidade de um país honrar as suas obrigações externas e a vontade desse mesmo país para efectuar os pagamentos da sua dívida externa. A "capacidade de pagar" encontra-se ligada a questões de liquidez ou de solvabilidade de uma economia, consoante se trate do curto ou do longo prazo.

Por seu lado, o facto de não existirem mecanismos legais que obriguem um país a cumprir as suas obrigações externas realça o facto de que não basta um país ter condições económicas para honrar os seus compromissos, sendo necessário que exista vontade política para o fazer, pelo que a capacidade de pagar é uma condição necessária mas não suficiente para um país cumprir as suas obrigações externas.

Como resultado da importância de cada um destes conceitos, as duas principais correntes teóricas ligadas ao risco-país são a abordagem do serviço da dívida (ligada à noção de "capacidade de pagar") e a abordagem custo-benefício (associada à noção de "vontade de pagar"). Iniciamos este capítulo com a análise dos principais aspectos relacionados com os conceitos de capacidade e vontade de pagar, passando depois em revista os principais contributos de cada uma das abordagens teóricas para o estudo da problemática do endividamento internacional.

1.3.1. As noções de "capacidade de pagar" e "vontade de pagar"

A "capacidade de pagar" de um país está directamente relacionada com a sua balança de pagamentos e com a forma como o país é capaz de angariar fundos externos (receitas de exportação, ajuda pública ao desenvolvimento, novos empréstimos) que lhe permitam pagar as importações e servir a sua dívida externa. Segundo *Arora* (1993), um país encontra-se perante um problema de capacidade de pagar se o seu nível de dívida externa exceder, numa óptica intertemporal, os recursos disponíveis para efectuar o pagamento da dívida.

As dificuldades surgem quando não é possível, face à existência de problemas na balança de pagamentos, reduzir a taxa de importações ou alterar o serviço da dívida. *Calverley* (1990) identifica sete problemas típicos da balança de pagamentos passíveis de ocorrerem isoladamente ou em conjunto:

1. diminuição das receitas de exportação devido à quebra dos preços dos principais bens exportáveis ou devido à recessão mundial que provoca a diminuição da procura;
2. redução das remessas de emigrantes;
3. aumento do valor das importações devido ao aumento dos preços internacionais ou à desvalorização da moeda, que torna as importações mais caras;
4. crescimento do serviço da dívida devido ao aumento das taxas de juro internacionais;
5. decréscimo dos influxos de capital;
6. fuga de capitais;
7. atrasos no pagamento da dívida.

A "capacidade de pagar" de um país é ameaçada em função da insustentabilidade de um determinado nível de dívida externa que resulta da falta de liquidez de curto-prazo ou de insolvência de longo-prazo. Os conceitos de liquidez e solvabilidade (referenciados no capítulo I.1.) surgem associados à noção de capacidade de pagar, sendo comum na literatura denominarem-se modelos de solvência aos modelos baseados na capacidade de pagar.

A "**vontade de pagar**" deve, em primeiro lugar, ser entendida dentro do quadro jurídico-legal associado ao endividamento internacional: na ausência de instituições legais que façam cumprir os acordos internacionais respeitantes a dívida soberana, emergem os mecanismos de mercado, como sanções ou penalidades em que incorre o país devedor, sob as formas de ameaça da exclusão futura do sistema creditício internacional (sanções intertemporais), ou de embargos comerciais (sanções intratemporais).

A "vontade de pagar", de natureza essencialmente política, surge como *a restrição decisiva no processo de cumprimento das responsabilidades externas de um país*, já que, não havendo vontade de pagar, os pagamentos internacionais da dívida soberana ou de dívida garantida pelo Estado não ocorrerão, não obstante existirem recursos para o fazer.

Calverley (1990) e Haque et al (1997) enumeram um conjunto de condições cuja observância poderá levar à decisão (unilateral) de um país ao decretar a moratória unilateral da sua dívida externa. Essas condições (de "falta de vontade" de pagar) encontram-se sintetizadas no Quadro 3:

Quadro 3: Principais razões para um país incorrer deliberadamente em *default*

Carverley (1990)	Haque et al (1997)
<p>Sacrifícios impostos à população na sequência de um programa de ajustamento estrutural. Quanto maior for a magnitude dos sacrifícios, maior é a probabilidade de ocorrer uma falta de vontade em honrar os compromissos externos, sob o pretexto de não degradar ainda mais as condições sociais, sendo os recursos afectos ao aumento do bem-estar.</p>	<p>Ajustamento. Um grande défice da balança de transacções correntes cria preocupações aos credores quanto à sustentabilidade do devedor em honrar a sua dívida, pelo que o retirar da confiança por parte dos principais credores (negando novos empréstimos) pode fazer com que o país decida não pagar a dívida em aberto, por não querer abdicar em termos de bem-estar.</p>
<p>Radicalidade das posições do governo. Quanto mais radical for um governo, e mais fracos forem os fundamentos que lhe permitiram aceder ao poder, mais reduzida é a vontade política de pagar a dívida externa.</p>	<p>Transacção. Quanto mais aberto for um país ao exterior, maior a sua vulnerabilidade às inovações do mercado internacional, e logo maior o custo do incumprimento.</p>
<p>Nível de reservas em divisas. Quanto maior o nível de reservas mais "confortável" está o país se decidir não pagar, pois poderá cobrir as importações por algum tempo mesmo que a comunidade internacional decida suspender os empréstimos ao país devido à situação deliberada de <i>default</i>.</p>	<p>Investimento. Quanto maiores as taxas internas de crescimento maior a taxa de produtividade da economia, sendo mais benéfico para o país manter-se uma boa reputação como devedor, como forma de assegurar futuros empréstimos que lhe permitam manter a acumulação de capital. Também neste caso existe um custo adicional em fazer <i>default</i>.</p>
<p>Mudança de regime político. Com o aparecimento de um novo regime político, quanto maior for a ruptura face ao regime anterior, mais afectada se encontra a vontade de pagar.</p>	<p>Consumo. Quanto mais propensa a choques externos for uma economia, maiores os incentivos para se incorrer em consumo recorrendo ao endividamento externo, e logo maior a propensão ao <i>default</i>.</p>
<p>Propensão à troca directa. No caso dos países exportadores de petróleo, numa situação limite em que devido ao <i>default</i> apenas lhe resta a troca directa, o facto de disporem de um bem de troca flexível permite-lhes encarar a troca directa de uma forma sustentada, ao contrário dos países exportadores de outros bens, cuja partição e aceitação internacionais são mais difíceis.</p>	

Fonte: Calverley (1990) e Haque et al (1997).

A inclusão da noção da "vontade de pagar" no centro da abordagem custo-benefício do risco-país prende-se com o facto de por detrás de uma decisão de não pagar se encontrar um conjunto de custos e benefícios para o país. O Quadro 4 resume os principais custos e benefícios para um país no caso deste decidir não cumprir as suas obrigações externas:

Quadro 4: Principais custos e benefícios inerentes à decisão de não pagar

CUSTOS	BENEFÍCIOS
Aplicação de acções legais contra mercadorias, propriedades e depósitos bancários do país no exterior.	Aumento das reservas em divisas.
Fim do financiamento do comércio, obrigando o país a pagar à vista ou recorrer à troca directa.	Melhoria temporária do nível de vida, sendo possível afectar os recursos até aí canalizados para o pagamento da dívida para gastos sociais e aumento das importações.
Diminuição (ou mesmo cancelamento) da ajuda externa, surgindo em último grau o risco do isolamento diplomático.	Aumento da popularidade do governo, sobretudo se este se apoiar em ideologias nacionalistas para conquistar a população.
Consequências negativas nos fluxos de IDE.	
O estigma do <i>default</i> sobretudo para os empresários com maiores ligações ao exterior, poderia ser desastroso para a sua actividade.	

Fonte: Calverley (1990).

Os custos de uma decisão unilateral em decretar a moratória da dívida externa parecem ser na generalidade superiores aos benefícios¹¹, podendo no limite levar à perda de bem-estar inerente a uma situação de auto-suficiência ou de troca directa. Contudo, para cada país a análise custo-benefício dependerá das suas condições específicas (no ponto 3 deste capítulo voltaremos a retomar esta questão, ao abordarmos as teorias da "vontade de pagar").

1.3.2. A abordagem do serviço da dívida (ou modelos de solvabilidade)

Começamos com a análise dos contributos da abordagem do serviço da dívida, por esta preceder em termos históricos a abordagem custo-benefício. As principais contribuições nesta área foram feitas nos anos setenta e oitenta, destacando-se, conforme refere *Haque et al* (1996) os trabalhos de *Bazdarich* em 1978, *Dornbusch e Fischer* em 1980, *Sachs* em 1981 e *Razin e Svensson* em 1983.

Esta abordagem pretende estudar a deterioração não-intencional da capacidade devedora de um país. A probabilidade de ser decretado o incumprimento da dívida externa surge como função da insustentabilidade de assegurar o pagamento de um dado nível de dívida (como resultado de uma situação de falta de liquidez de curto-prazo ou de insolvência de

¹¹ Uma estratégia mais utilizada por alguns PVD (como o Brasil em 1978) para conseguirem obter uma maior liquidez no curto-prazo e fortalecer a sua posição negocial é a decisão de suspender o pagamento dos juros da sua dívida, amortizando apenas capital. Após a tomada da decisão, e dado que não se trata da suspensão do pagamento de toda a dívida, mas apenas dos juros, são normalmente encetadas negociações com os credores no sentido de se conseguirem melhores condições de pagamento, saindo as pretensões dos devedores fortalecidas face ao espectro do *default* (Calverley, 1990).

longo-prazo). Assume-se que a dotação orçamental (de carácter intertemporal) de um país é afectada por um conjunto de factores, entre os quais:

- deficiente condução dos principais objectivos de política económica (perspectiva de curto-prazo);
- problemas estruturais da economia;
- choques alheios à condução da política económica, tais como maus anos agrícolas, condições climatéricas adversas (aspectos de extrema importância para os PVD, já que as receitas de exportação destes países dependem de um conjunto restrito de produtos primários);
- choques externos, como a subida das taxas de juro internacionais, deterioração dos termos de troca, aparecimento de produtos substitutos e diminuição da procura mundial.

Esta abordagem encontra-se ligada à evolução de um conjunto de variáveis e factores que servem como indicadores de liquidez e solvabilidade, e que são utilizados pelas diferentes metodologias de medição do risco-país (conforme veremos no capítulo 1.4.).

Iniciamos a discussão desta abordagem com a apresentação de algumas identidades fundamentais, passando em seguida à revisão dos modelos tradicionais de solvabilidade (clássicos, neoclássicos), bem como à apresentação de uma recente tentativa de modelizar os desequilíbrios ocorridos recentemente com a crise mexicana de 1994 e a sua ligação aos conceitos de liquidez e solvabilidade. As formas de redução da dívida externa constituem o último aspecto tratado nesta abordagem.

1.3.2.1. Identidades básicas sobre a capacidade de pagar

Apresentamos de seguida algumas identidades que permitem de uma forma simples apreender o surgimento das necessidades de financiamento das economias:

Sejam D a dívida externa total, ΔD o pagamento da dívida, i a taxa de juro e B o saldo da balança comercial, vem:

$$(1) \quad \Delta D + iD = B$$

Por seu lado, introduzindo o sector doméstico da economia, e representando S as poupanças privadas, I o investimento, T os impostos e G os gastos do Estado, temos uma outra identidade:

$$(2) \quad \Delta D = (S - I) + (T - G)$$

pelo que conjugando (1) e (2) vem:

(3) $(S - I) + (T - G) = B - iD$, equação que relaciona o serviço da dívida com a balança comercial e com o nível de poupança pública e privada.

Sejam Y o rendimento nacional, C o consumo privado, G os gastos públicos, I o investimento, X as exportações e M as importações, e tendo presente a identidade clássica da contabilidade nacional de cálculo do produto na óptica da despesa:

(4) $Y = C + G + I + X - M$, vem:

(5) $Y - C - G = S$, donde:

(6) $S = I + X - M$, pelo que chegamos ao seguinte par de resultados:

se $S > I \Rightarrow X > M$	Capacidade de financiamento
se $S < I \Rightarrow X < M$	Necessidade de financiamento

Assim, se as poupanças forem inferiores ao investimento o país tem um défice comercial, significando uma necessidade de financiamento do exterior.

Outra óptica de análise prende-se com a relação entre a despesa agregada e o produto. Seja A a despesa agregada:

(7) $A = C + G + I$, e reformulando a equação fundamental representada em (4):

(8) $Y - A = X - M$, chegamos a outro par de resultados:

se $Y > A \Rightarrow X - M > 0$	Capacidade de financiamento
Se $Y < A \Rightarrow X - M < 0$	Necessidade de financiamento

Neste caso, se a despesa agregada for superior ao rendimento, o país terá um défice comercial e logo uma necessidade de financiamento do exterior.

1.3.2.2. Os modelos clássicos

Uma das referências clássicas do estudo dos capitais externos como fonte de financiamento é o modelo de *Harrod-Domar*. O objectivo deste modelo é determinar o nível de investimento que se torna necessário para um determinado grau de crescimento do produto, tendo presente um determinado coeficiente de capital.

O modelo de *Harrod-Domar* assenta nos seguintes pressupostos:

1. o *output* da economia é produzido com tecnologia de coeficientes fixos¹²;
2. o objectivo colocado para a taxa de crescimento do produto, conjugado com o rácio (fixo) de capital/produto determina o investimento necessário;
3. a propensão a poupar é fixa;
4. o financiamento externo serve para colmatar o *gap* existente entre a necessidade de investimento e as poupanças disponíveis, bem como para "auxiliar" o país no serviço da sua dívida.

Sejam k o coeficiente marginal do capital, r a taxa de crescimento da economia, s a propensão a poupar e i a taxa de juro real, o rácio da dívida sobre o PIB tende para:

$(kr - s) / (s - i)$, donde:

- se $(i > r)$ o rácio tende para infinito, e, não existindo limite para o rácio, a situação do país devedor torna-se insustentável, não tendo no longo-prazo capacidade para cumprir o serviço da dívida;
- se $(i < r)$ o rácio tende para um limite finito.

Desta forma, a principal conclusão a retirar é que, no longo prazo, o critério fundamental para determinar a capacidade de endividamento de um país é a comparação entre a taxa de crescimento da economia e a taxa de juro real, na medida em que uma taxa de juro real superior à taxa de crescimento do produto significa que não há limite para o rácio e logo não será possível ao país cumprir a sua dívida. Neste sentido, poder-se-á afirmar que o país terá a capacidade de pagamento da sua dívida (não será insolvente) se crescer num ritmo moderado e se não estiver sujeito a taxas de juro demasiado elevadas.

São apontadas pela literatura algumas críticas e limitações a este modelo, nomeadamente:

1. assumir-se como fixos a propensão marginal ao consumo e o coeficiente de capital, significando esta rigidez que o produto marginal do capital ($1 / k$) é exógeno. Desta forma, a viabilidade das políticas de endividamento é determinada independentemente da eficiência dos investimentos dos capitais externos, podendo-se chegar a uma situação de insustentabilidade de cumprir a dívida mesmo que os investimentos proporcionados com os capitais externos sejam eficientes;
2. é difícil estabelecer o equilíbrio entre a oferta e a procura de capitais externos se a taxa de crescimento da economia estiver sempre acima da taxa de juro real. Também na

¹² Trata-se de um dos pressupostos da teoria neoclássica, onde na função de produção os coeficientes de trabalho e capital são fixos.

situação inversa é difícil estabelecer a forma como vão ser efectuados os reembolsos da dívida;

3. os comportamentos de consumo e de poupança são pouco realistas, sendo o consumo uma função do produto, significando que os recursos pagos ao estrangeiro (como o serviço da dívida) são também consumíveis, pelo que a existência de objectivos de expansão do consumo interno pode colocar em perigo a capacidade de endividamento de um país. Neste caso, o aumento do endividamento externo não limitará o crescimento da absorção interna, o que pode vir a colocar problemas na solvabilidade futura da economia.

Eaton et al. (1986) estabelecem igualmente algumas críticas aos modelos desenvolvidos por *Domar* em 1950 e por *Avramovic* em 1964. Para estes percursores dos modelos de solvabilidade, um país apenas poderia manter um saldo positivo da balança de transacções correntes se a taxa de crescimento dos empréstimos fosse superior à taxa de juro, e a capacidade de pagar apenas existiria se, assumindo-se como fixas as importações, as poupanças e os impostos, a taxa de crescimento do PIB excedesse a taxa de juro.

As teorias clássicas, desenvolvidas nos anos quarenta e cinquenta, apesar das limitações apontadas, contribuíram para a análise de uma importante questão, surgida de forma mais evidente após a crise da dívida dos anos oitenta - o fim do mito enraizado de que "as nações não entravam em falência" (como referimos no capítulo 1.2.) - e o surgimento do problema da solvabilidade. Mesmo depois da crise de 1982, alguns estudiosos do risco-país (entre os quais *William Cline* em 1983 e *Paul Krugman* em 1985¹³) ainda afirmavam que a natureza da crise do endividamento dos anos oitenta se devia a problemas de liquidez e não de solvabilidade, podendo a crise ser ultrapassada pela concessão de novos empréstimos, que ajudariam os países a ultrapassar dificuldades pontuais.

Foi o declínio sustentado das taxas de crescimento dos PVD mais endividados que alterou a percepção generalizada sobre o problema, cuja natureza era afinal de longo-prazo e de ordem estrutural. *Arora* (1993) cita uma expressão de *Paul Krugman*, que em 1990 concorda já com a existência de uma crise de insolvência em alguns países, a respeito da crise da dívida iniciada em 1982, referindo " ...insolvency in a dramatic scale..."

A insolvência surge quando o valor actual do rendimento presente e futuro de um país é inferior às responsabilidades externas desse país. Segundo *Jeffrey Sachs*, para que um país seja considerado solvente deverá ser respeitada a seguinte condição:

$$D_0 \leq \int_0^{\infty} [Q_t - A_t] e^{-rt} dt,$$

¹³ Cujos trabalhos estão referenciados na bibliografia de *Arora* (1993).

onde D_0 representa o *stock* actual da dívida, Q o produto nacional, A a absorção interna e r a taxa de juro associada à dívida externa. A equação de *Sachs* enfatiza uma vez mais a importância do crescimento económico - se a taxa de crescimento da economia for superior à taxa de juro, então o país terá capacidade para servir a sua dívida externa, sem necessitar reduzir a absorção interna.

1.3.2.3. Os modelos neoclássicos

A inovação teórica destes modelos, face aos modelos clássicos, prende-se com a inclusão de factores de ordem institucional ligados ao comportamento dos diversos agentes económicos, tornando os modelos tradicionais mais próximos da noção de solvabilidade de uma economia.

A noção de solvabilidade apresentada nos modelos clássicos não retrata de uma forma real o problema da capacidade de pagar de um país. Dado que a maior parte da dívida problemática resultante da crise dos anos oitenta (mais de 80%) é dívida soberana ou garantida pelo Estado (mantendo-se ainda esta componente como a mais importante na estrutura da dívida externa dos PVD, como vimos no capítulo 1.2.), o problema da "capacidade de pagar" deve colocar-se, na opinião de *Arora* (1993), em verificar se o governo tem ou não acesso a uma parcela substantiva do produto nacional que lhe permita cumprir o serviço da sua dívida externa.

Este factor de ordem institucional, levanta uma importante questão que se relaciona com a eficiência do sistema tributário de um país, e a forma como o governo consegue afectar parte da riqueza produzida internamente para o pagamento das suas obrigações externas. Este novo aspecto da capacidade de pagar rompe com uma das principais conclusões dos modelos clássicos, que colocam a tónica no crescimento do produto¹⁴.

Neste sentido, o rácio da dívida externa em proporção do PIB torna-se desadequado na explicação da solvabilidade de um país. *Kharas* em 1981 e *Sachs* em 1984 discutiram a questão da restrição orçamental do governo. Seja D_0^G a dívida líquida do governo (deduzidas as reservas oficiais), G os gastos públicos e T as receitas fiscais, a restrição orçamental do governo é dada pela seguinte condição:

$$D_0^G \leq \int_0^{\infty} [Tt - Gt] e^{-rt} dt,$$

¹⁴ Este aspecto é suportado pela evidência descrita em alguns estudos de caso, onde o crescimento sustentado do produto não foi suficiente para evitar o *default*.

Esta condição significa que se as receitas públicas são estruturalmente inferiores aos gastos públicos ($T < G$), a capacidade de pagar é reduzida. Esta restrição das contas públicas, levanta alguns aspectos de extrema importância:

1. **a condição de solvência clássica, apresentada anteriormente, é insuficiente** para apreender a totalidade dos problemas da capacidade de pagar de um país, na medida em que subestima a questão do equilíbrio orçamental, e logo, subestima a magnitude das crises (Arora, 1993).
2. **a importância da condução da política económica** (*good governance*, introduzindo os aspectos da eficiência fiscal e da corrupção na análise) e dos objectivos traçados para a economia. Tomemos como exemplo um país com um dado nível de produto, onde a redução dos níveis de endividamento externo implica a redução do défice fiscal. No entanto, este objectivo pode ser conflituoso com outros objectivos de política económica, nomeadamente os ligados à política monetária (inflação ou taxa de câmbio) no caso do financiamento desse défice ser feito por via monetária. Neste contexto, uma sobreavaliação da taxa de câmbio poderá levar à saída de capitais, aumentando a dívida líquida do governo (D_o^G) e diminuindo a capacidade de pagar.
3. **o rácio da dívida externa face ao PIB subestima a magnitude do problema da capacidade de pagamento de um país.** Um rácio reduzido de dívida face ao PIB pode na realidade ser elevado se for examinado no contexto da restrição orçamental do governo, tendo presentes as características estruturais da economia. Por outro lado, este rácio é bastante sensível às flutuações da taxa de câmbio real, pelo que uma desvalorização pode elevar significativamente o valor do rácio sem que tenham sido observadas quaisquer alterações no *stock* da dívida.
4. **a balança comercial pode ser um indicador mais importante da capacidade de pagamento do que o PIB**, na medida em que, mais importante que o valor agregado do PIB é o peso dos bens transaccionáveis no produto. Um reduzido peso de bens transaccionáveis no PIB, subestima em larga escala qualquer valor aceitável para o rácio da dívida, pois para efectuar com sustentabilidade o serviço da dívida, os países necessitam de melhorar progressivamente o seu saldo orçamental, aumentando a produção de bens transaccionáveis, os quais são sujeitos a tributação.

1.3.2.4. Uma contribuição recente para a explicação das crises financeiras

O trabalho de *Fernandez-Árias* (1995) é uma abordagem paralela das crises financeiras externas, relativamente aos tradicionais modelos explicativos das crises da balança de pagamentos que se baseiam nas questões cambiais¹⁵. Para o autor, embora o fenómeno das crises cambiais (como a crise mexicana de 1994) seja agora mais importante que nos

¹⁵ A apresentação destes modelos iniciou-se em 1979 com o texto de *Paul Krugman* denominado *A Model of Balance of Payment Crisis*, publicado na edição de Agosto do *Journal of Money, Credit and Banking*.

anos setenta e oitenta, ele não explica por inteiro as crises da capacidade de pagar dos países. Nesse sentido, o autor afirma que as desvalorizações nominais aliviam a pressão momentânea existente sobre a moeda, mas não evitam o pânico dos investidores, e a consequente necessidade de “pacotes” de ajuda externa para evitar o *default*. Para o autor, o *ponto-chave* para os problemas de pagamentos tem sobretudo a ver com a *mudança na percepção dos investidores*.

A crise mexicana de 1994 (que abordamos no capítulo 1.2.) ilustra esta questão. Mesmo depois do governo ter colocado a moeda num regime cambial flutuante, para aliviar a pressão a que o *peso* estava sujeito, o país continuou a perder reservas em divisas, e os investidores não conseguiram liquidar os títulos emitidos pelo governo (*tesobonos*), não obstante o México apresentar bons indicadores fiscais na fase que antecedeu a crise. Desta forma, as crises cambiais e a perda de reservas não são suficientes para explicar uma crise financeira externa, cuja origem reside na verificação de condições adversas à entrada de capitais e ao risco-país, criando-se assim as condições propícias para a saída de capitais e o consequente *default*.

O trabalho de Árias, tem como objectivo avaliar a eficácia dos “pacotes” de ajuda externa, consoante se tratem de crises de liquidez ou de solvabilidade. Para o autor, enquanto que o impacto dos pacotes de ajuda é positivo no caso das crises de liquidez, é muitas vezes nefasto quando se tratam de crises de solvabilidade. Enquanto que as crises de liquidez se devem ao pânico gerado entre os investidores, as crises de solvabilidade reflectem problemas estruturais da economia.

Fernandez-Árias tentou definir e caracterizar as crises de liquidez e solvabilidade na óptica do risco de *default*, com base num modelo de dois períodos de tempo, com os seguintes pressupostos:

- todos os agentes envolvidos possuem a mesma informação;
- todos os agentes são racionais (no contexto da teoria das expectativas racionais);
- todas as obrigações externas de um país estão denominadas em moeda estrangeira (esta simplificação elimina a possibilidade de existência de um risco de desvalorização);
- não existe incerteza. No final do período 1 não há incerteza quanto à capacidade do país pagar no período 2.

Sejam *D* as responsabilidades externas de um país (sob a forma de *bonds*) cuja maturidade ocorre no fim do período 1 e *C* as obrigações do serviço da dívida (juros e principal). Os parâmetros *D* e *C* são dados. No fim do período 1, são emitidos novos *bonds N*, cuja maturidade ocorre no final do período 2 (nestes *bonds N* estão incluídos *bonds D* que se venceriam no final do período 1, mas que não foram liquidados, ou por decisão voluntária ou por falta de capacidade do governo em transformá-los em liquidez).

O fluxo líquido de recursos externos (F) recebidos pelo país no período 1 vem: $F = N - C$, existindo um limite de máximo de dívida que um país pode contrair num dado período (x_1 e x_2). Atendendo ao pressuposto de que não há incerteza, a capacidade de pagar no período 2 (x_2), expressa em termos do seu valor actual (com base numa taxa de juro sem risco) é previamente conhecida, e representa o limite de crédito do período 1. Desta forma, se:

- $N \leq x_2$ os novos empréstimos são pagos;
- $N \geq x_2$ os novos empréstimos resultarão em *default*.

A capacidade de pagamento do período 2 (x_2), está relacionada com os recursos líquidos disponíveis no período 1 - quanto maiores os pagamentos feitos nesse período, menores os recursos disponíveis para o período 2, pelo que x_2 vem:

$$x_2 = x_2 [F], x_2 \geq 0, x_2 \leq 0$$

Definindo crise de pagamentos internacionais como a falta de cumprimento dos contratos estabelecidos, podem ocorrer quatro situações de crise, conforme mostra o Quadro 5:

Quadro 5: Tipologia das crises internacionais segundo o modelo de Fernandez-Árias

Período 1	Período 2	Tipo de Crise
Não existe crise	Não existe crise	Não existe crise
Crise	Crise	Crise Tipo I
Não existe crise	Crise	Crise Tipo II
Crise	Não existe crise	Crise Tipo III

Fonte: Fernandez-Árias (1997).

As crises ocorrem no período 2 quando o serviço da dívida associado aos novos *bonds* (N) não é cumprido, isto é, quando $N > x_2 [N - C]$. Nesta situação, emprestar no período 1 é involuntário para os países credores, pois os proveitos que receberão no período 2 são negativos e os pagamentos têm um limite superior. Os três tipos de crise têm o seguinte significado:

- **Crise Tipo I:** ocorre quando as responsabilidades excedem a capacidade de pagar ($C > x_1$), pelo que uma crise no período 1 é uma condição suficiente para a existência de crise no período 2 (pois se a dívida em aberto não excedesse a capacidade de pagar, e no pressuposto que os credores estão em concorrência perfeita, a oferta competitiva de crédito provocaria rentabilidades nulas no período 2, pelo que não existiria qualquer motivo racional para os credores insistirem em resgatar antecipadamente os seus *bonds*);
- **Crise Tipo II:** relacionada com o nível das responsabilidades vencidas, é inconsistente com o equilíbrio deste modelo, pois todas as dívidas foram pagas ($N = 0$);
- **Crise Tipo III:** Não são possíveis em equilíbrio num modelo sem incerteza.

Atendendo aos pressupostos do modelo, apenas duas situações podem ocorrer:

1. não existência de crise, ou seja, $F \geq -x_1$ e $(F + C) \leq x_2$ [F];
2. crise em ambos os períodos (crise do Tipo I), ou seja, $F = -x_1$ e $(F + C) < x_2$ [F];

Este modelo, difere dos anteriores modelos de solvabilidade, na medida em que a solvabilidade não é pré-determinada mas depende da liquidez. Nesta formalização, a verificação da condição de “não-crise” (as obrigações da dívida não excedem a solvabilidade) é suficiente mas não é necessária para evitar uma crise, pois o aumento da liquidez ($F \geq -x_1$) pode evitar a crise.

Uma das características deste modelo é o facto de permitir diferenciar as crises de liquidez e solvabilidade, diferindo uma da outra na medida em que a primeira pode ser evitada através de injeção de liquidez (ou reestruturação da dívida). Para o autor existem três intervalos determinantes para as crises de pagamento dos países, conforme evidencia o Quadro 6:

Quadro 6: Intervalos determinantes das crises internacionais de pagamentos

Intervalo	Tipologia	Condição do modelo
Intervalo de solvência	Não ocorrem crises.	$C < x_1 + x_2$ [-x1]
Intervalo de falta de liquidez	Podem ou não surgir crises de liquidez.	$x_1 + x_2$ [-x1] < C < - Fmax + x2 [Fmax]
Intervalo de insolvência	Ocorrem crises de solvência	$C > - Fmax + x_2$ [Fmax]

Fonte: *Fernandez-Arias* (1997).

As principais conclusões que podemos retirar deste modelo são as seguintes:

1. **Qualquer crise, mesmo de liquidez, indicia problemas de solvabilidade**, pois o intervalo de falta de liquidez, situado entre os restantes, significa que pode existir uma crise de liquidez se a solvabilidade for fraca;
2. Dentro do intervalo de falta de liquidez, existem duas condições de equilíbrio: a existência ou não de crises. A forma como o equilíbrio é conseguido, e a possibilidade de ser evitada a crise depende da coordenação e dos sinais enviados aos investidores, que por definição se comportam pela maximização do seu lucro, isto é, nenhum investidor tem *de per si* um incentivo para resgatar os *bonds*, enquadrando-se no comportamento definido como a “evidência do borlista” (comportamento do tipo *free rider*). Neste sentido, **as crises de liquidez são essencialmente crises de pânico dos investidores.**
3. **Perante um problema de liquidez, é do interesse dos credores providenciar liquidez ao país como forma deste enfrentar a crise.** Contudo, a injeção de liquidez apenas resulta no caso da solvabilidade ser forte, pois de outra forma a entrada de liquidez não evita a crise, embora possa minimizar o problema.

4. **Perante uma crise de solvência, a entrega de liquidez por parte dos credores já não é uma situação de equilíbrio**, e o comportamento dos credores será o levantamento dos fundos e actuar como *free rider* da liquidez providenciada pelos restantes credores.

Trata-se de um modelo que estuda o problema da capacidade de pagar dos países com base nas diferenças entre crises de liquidez e solvabilidade, as quais têm por detrás, diferentes fundamentos da economia e diferentes posturas dos credores perante o risco. Trata-se de um modelo, que embora enquadrado na abordagem do serviço da dívida, faz de certa forma a "ponte" para a abordagem custo-benefício, que veremos em seguida, na medida em que já tem presente uma interacção estratégica entre o comportamento dos países devedores e credores.

Porém, antes de passarmos ao enquadramento teórico da abordagem custo-benefício, vamos discutir no ponto seguinte as principais formas que os países têm ao seu alcance para a redução da sua dívida externa.

1.3.2.5. Formas de redução da dívida

Desde a crise da dívida dos anos oitenta que os diversos agentes económicos internacionais se têm debruçado sobre as melhores soluções para os países credores e devedores, no que respeita à diminuição da dívida externa dos últimos, mas não descurando algum ganho de utilidade para os primeiros.

A literatura académica sobre o assunto tem sido de igual forma abundante, centrando-se sobretudo em torno das consequências do fardo da dívida no desenvolvimento sustentado dos PVD e nas formas de redução desse endividamento. Dado o objecto do nosso trabalho, vamos neste ponto apenas fazer um síntese do que tem sido feito em termos da redução da dívida externa dos PVD.

A crise da dívida dos anos oitenta marcou, dada a degradação generalizada dos indicadores de dívida externa de diversos países de África, América Latina e Ásia, uma nova fase no debate em torno da redução da dívida, com um papel mais activo por parte dos países credores e organizações multilaterais.

Entre as diversas acções empreendidas, salientam-se os planos propostos por dois secretários de Estado norte-americanos do tesouro, que ficaram conhecidos como os Planos *Baker* e *Brady*. Enquanto que o plano *Baker* via as crises de dívida dos anos oitenta como crises de liquidez, defendendo o aumento do endividamento dos PVD como forma de aumentar a liquidez necessária ao seu crescimento e a consequente resolução da crise, o plano *Brady* (com resultados bem mais importantes) via as crises como um problema de

solvabilidade, defendendo a redução da dívida como a única forma de eliminação da insolvência. O principal aspecto operacional deste plano tinha a ver com o facto dos países devedores poderem comprar com desconto, parte da sua dívida externa, então materializada em títulos (*Brady Bonds*).

A redução da dívida externa dos PVD assume essencialmente duas formas: o perdão da dívida e a reestruturação da dívida. O perdão da dívida está ligado à percepção por parte dos países credores da existência clara, por parte do país devedor, de um problema de "capacidade de pagar", assumindo-se o perdão como uma forma directa de aumentar a capacidade de pagamento numa situação de insolvência onde já não é possível para o país devedor fazer mais reduções na sua despesa interna para servir a dívida e assegurar um nível mínimo de bem-estar nacional.

De acordo com Arora (1993), as principais objecções ao perdão da dívida estão ligadas aos problemas da "precedência" e do "borlista". A questão da precedência prende-se com o aspecto do credor ver no futuro diminuída a sua posição negocial face a outros devedores, enquanto que o problema do "borlista" tem a ver com o facto de que, quando um país recebe o perdão da sua dívida por parte de um dado credor, o montante remanescente vê o seu preço de mercado aumentar, beneficiando desta forma os restantes credores, que passam a ter um crédito de valor superior. Este problema é apontado pela autora como o principal desincentivo à acção de cada credor individual em perdoar a dívida, na medida em que os restantes credores beneficiam pelo facto de outros concederem o perdão. Uma proposta de superar as principais dificuldades ligadas ao perdão da dívida foi apresentada por Dooley e Helpman¹⁶ em 1992, com base na concessão por parte dos países devedores, de incentivos fiscais às entidades credoras, em troca da redução da dívida, e no caso do credor não desejar investir naquele país, este poderia vender o seu benefício fiscal a outro investidor potencialmente interessado.

Contrariamente ao que muitos economistas do desenvolvimento desejariam, a opção do perdão da dívida foi sempre de magnitude reduzida face aos montantes de dívida envolvidos. Por outro lado, a reestruturação da dívida tem sido alvo de maior atenção por parte dos agentes envolvidos. Devido ao aparecimento de um mercado secundário da dívida originado pela crise dos anos oitenta, e aos baixos preços com que se negociam as dívidas de alguns países, a forma mais comum de redução da dívida têm sido as operações de recompra¹⁷ (*buy-back*) no mercado secundário, por parte dos PVD, da sua própria dívida, a desconto.

¹⁶ Com base no artigo *Tax Credits for Debt Reduction*, publicado em Fevereiro de 1992 no *Journal of International Economics*.

¹⁷ Outra forma menos generalizada de redução da dívida tem a ver com a permuta dívida/activos por parte dos países credores. Estas operações, denominadas *operações de cessão da dívida*, consubstanciam-se pela venda a desconto, por parte dos países credores, da sua parcela de dívida a um terceiro, obtendo o terceiro agente, em troca, uma parte de activos do país (por exemplo partes de capital de empresas públicas do país devedor). Estas operações (também denominadas *debt-equity swap*) implicam uma acção de cooperação entre países credores e devedores, na medida em que é necessário uma adequação da legislação interna do país devedor. As operações de *cessão da dívida* foram efectuadas entre Portugal (país credor) e Moçambique (país devedor), existindo legislação moçambicana que enquadra este tipo de operações.

Contudo, os benefícios associados a este tipo de operações não são lineares. Ao adquirir parte da sua dívida externa ao preço de mercado, o país diminuiu o montante da dívida disponível no mercado, e logo aumentou o seu preço, podendo no limite não alterar o valor de mercado do seu endividamento. *Arora* (1993) exemplifica com o caso da Bolívia em 1988: em Março desse ano, o montante global da dívida externa do país era de 40,2 mil milhões de dólares, sendo transaccionada a seis cêntimos por dólar. A Bolívia utilizou 18,5 mil milhões de dólares para recomprar cerca de metade da sua dívida, fazendo com que o preço de mercado passasse para de seis para onze cêntimos por dólar, passando a restante dívida a ter um valor de mercado de 39,8 mil milhões de dólares, um valor quase idêntico ao existente antes da recompra.

O exemplo da Bolívia chama a atenção para o facto dos programas de recompra da dívida serem apenas eficazes se o país conseguir recomprar a totalidade (ou uma parte bastante significativa) da sua dívida, podendo o país ficar numa situação pior se tal não se verificar (como a Bolívia), atendendo às reservas em divisas que são normalmente gastas nestas operações. Por outro lado, a utilidade das reservas em divisas é muito maior para os PVD, que contam com estes recursos para fazer face aos inúmeros choques a que normalmente as suas economias estão sujeitas, falando várias vezes a literatura em "valor de segurança" para denominar as reservas em divisas dos PVD.

Arora (1993) refere igualmente factores positivos associados a operações desta natureza, mesmo que o valor de mercado da dívida sofra uma alteração pouco significativa, como no caso da Bolívia. Um dos factores prende-se com o pagamento dos juros associados ao serviço da dívida. Mesmo que, no decurso de uma operação de *buy-back*, o valor de mercado da dívida permaneça inalterado, o seu valor facial reduziu-se, e com ele, reduziu-se o encargo do pagamento dos juros, normalmente um dos factores mais importantes para o défice dos sector público. Outro argumento a favor destas operações tem a ver com o aumento da credibilidade externa do país, na medida em que na óptica dos credores e das principais organizações multilaterais, os países mostram uma vontade de diminuir as suas obrigações externas, vendo a componente política do seu risco-país diminuir e criando desta forma um incentivo suplementar à comunidade internacional para solucionar seu problema da dívida e beneficiar o ambiente para o IDE.

Em síntese, *Arora* (1993), afirma que as operações de recompra se devem enquadrar num pacote alargado com vista à redução substantiva do encargo da dívida externa, nomeadamente através de um perdão parcial associado ao *buy-back*.

1.3.3. A abordagem custo-benefício

Os modelos de solvabilidade (da abordagem do serviço da dívida) descritos no ponto anterior, tomam os recursos disponíveis para se efectuar o serviço da dívida como uma variável exógena, assumindo que os países credores e devedores partilham a mesma distribuição probabilística (de carácter subjectivo) sobre o valor da dívida, não se apercebendo que os países credores não têm a possibilidade de medir os activos do devedor que se encontram potencialmente em risco.

Para os teóricos da abordagem custo-benefício, estamos perante um problema de incorporação do comportamento dos credores e devedores na teoria do risco-país. Neste sentido, *Haque et al* (1986) afirmam que "*...os conceitos tradicionais de solvabilidade e liquidez dão uma contribuição reduzida na compreensão dos problemas da dívida soberana.*" No centro desta abordagem, está o estudo da situação em que o país tem à sua disposição os recursos suficientes para cumprir a sua dívida externa, mas opta por não o fazer. Estamos perante a existência de *considerações estratégicas* associadas à "vontade de pagar".

Outro dos aspectos relevantes para a compreensão desta abordagem prende-se com o facto de que, ao contrário do que sucede com a dívida privada, o cumprimento da dívida soberana não poder ser legalmente forçado, englobando a decisão de pagar uma análise dos custos (sanções) e benefícios (aumento do bem estar) por parte dos países devedores.

É com base na interacção estratégica entre devedores e credores que a noção de *default* deve ser entendida no seio desta abordagem. Assim, *default* pode ser definido como a situação em que o devedor dá ao credor um montante de recursos inferior ao estipulado no contrato inicial, ou quando o credor declara formalmente que o devedor violou alguma das cláusulas do contrato de financiamento que os liga (*Eaton et al.*, 1986). No entanto, muitas vezes por detrás da decisão do devedor em não pagar em parte ou na totalidade os montantes acordados, está a decisão do credor em não lhe conceder ou renovar empréstimos subsequentes.

A sistematização dos principais temas relacionados com esta abordagem está feita da seguinte forma: numa primeira fase vamos apresentar as cinco principais formulações teóricas da abordagem custo-benefício, passando depois à apresentação dos três problemas fundamentais desta abordagem, bem como à apresentação do modelo da "vontade de pagar". A análise dos custos associados à decisão de não pagar (a natureza das sanções ou penalidades) e a apresentação do comportamento dos credores são outros aspectos também abordados neste ponto.



1.3.3.1. Principais contribuições teóricas

Vamos neste sub-ponto referenciar o contributo de cinco teorias enquadradas na abordagem custo-benefício: a análise reputacional, a teoria da negociação, a abordagem contratual, a teoria do equilíbrio e a abordagem da teoria política.

A **análise reputacional** foi enquadrada por *Eaton e Gersovitz* em 1981 e por *Grossman e Van Huyck* em 1988, com base no pressuposto que os credores (privados e soberanos) são atomísticos (cada credor toma as suas decisões individualmente sem consultar os restantes credores, não sendo nenhum deles *price maker*) e que os países devedores agem de forma estratégica no sentido de poderem vir a influenciar as decisões dos credores.

Para esta teoria, os países devedores ao emitirem dívida, transferem para os credores os riscos associados a maus estados da natureza (*Arora*, 1993), tais como choques tecnológicos adversos. O único custo (ou sanção) que os credores podem infligir aos devedores numa situação de incumprimento é a negação de futuros empréstimos. Neste sentido, a reputação do devedor é entendida como a forma como este consegue coordenar as suas acções no sentido de influenciar as expectativas dos credores quanto ao seu comportamento futuro.

No caso de uma declaração de repúdio sem justificação por parte do devedor (quando é declarado o *default* sem que o devedor esteja na presença de um "mau estado da natureza"), o custo para o país devedor será a perda de reputação, o que implica a negação de acesso ao crédito no futuro. Por outro lado, se o *default* é inevitável (na sequência de um choque adverso), ele não resultará numa perda de reputação. Segundo esta teoria, é a ameaça de autarcia que dá ao país devedor o incentivo para honrar as suas obrigações externas e logo, manter a sua reputação. A reputação é, nesta conceptualização, entendida como o elemento de charneira entre as atitudes do devedor e as expectativas de reembolso por parte dos credores. *Numa situação de equilíbrio, o país devedor validará as expectativas dos credores, porque o custo de perder uma "boa reputação" é superior aos benefícios provocados pelo default.*

A teoria da reputação foi mais tarde confirmada por *Ozler* em 1993, que encontrou evidência empírica para a máxima de que *defaults* anteriores têm um impacto significativo nas condições contratuais dos futuros empréstimos (sobretudo depois dos anos trinta, os países que fizeram *default* obtiveram empréstimos a taxas de juro mais elevadas que os restantes). Por último, uma referência para as assimetrias de informação presentes nesta formalização: *Ozler* verificou em 1992 que os prémios de risco (*spreads*) sobre as taxas de juro dos empréstimos soberanos diminuía à medida que os credores acumulavam uma experiência creditícia positiva com os países devedores. Esta observação significa elevados custos

iniciais de informação no início de um novo relacionamento "credor-devedor", e levanta a questão da informação assimétrica.

A análise reputacional foi criticada em termos de formulação teórica por *Bulow e Rogoff* em 1989 e em termos empíricos por *Lindert e Morton*, nesse mesmo ano. Estes autores afirmam que a perda de uma reputação credível não é *de per se* um desincentivo ao repúdio deliberado da dívida externa.

Para estes autores, enquanto um país tiver acesso aos mercados internacionais de capitais, poderá optar, em vez de pagar a sua dívida, por utilizar os seus recursos na compra de uma determinada carteira de activos de rendibilidade atractiva, que lhe permita enfrentar no futuro situações difíceis. No entanto, esta decisão é de natureza idêntica a um repúdio sem justificação, perdendo o país a sua credibilidade face aos seus credores, mas ao mesmo tempo é uma solução óptima, pois é atingido o objectivo de segurança contra os "maus estados da natureza", e nem a ameaça da perda da reputação é suficiente para incentivar o país a honrar as suas obrigações externas.

Para *Arora* (1993) a argumentação de *Bulow e Rogoff* pressupõe a existência de um mercado para os referidos activos (substitutos ao pagamento da dívida), cuja observação parece não ser tão linear. De igual forma, parece não ser claro que a "questão-chave" para os países devedores seja a construção de uma carteira daquele tipo de activos.

Mais do que a formulação de críticas à teoria reputacional, o papel de *Bulow e Rogoff* nesta abordagem assentou sobretudo no seu contributo para a **teoria da negociação**, que se baseia em dois pressupostos fundamentais. Em primeiro lugar, raramente um país anuncia o repúdio da sua dívida, ou mesmo o *default* parcial, acontecendo na maior parte das vezes processos de reestruturação ou reescalamento. Em segundo lugar, o processo de reescalamento é progressivo, assentando numa dinâmica negocial entre as partes.

Por exemplo, o aumento das taxas de juro por parte do país credor como represália resulta muitas vezes em benefício do país devedor. Isto deve-se ao facto de taxas de juro mais altas aumentarem o valor actual dos pagamentos em dívida, aumentando a perda dos credores em caso de *default* e fortalecendo a posição negocial do devedor. A teoria da negociação tem assim por base uma relação estratégica entre países credores e devedores.

Um estudo de *Lindert e Morton* de 1989 sobre a história do endividamento soberano desde meados do século XIX concluiu que os credores (soberanos ou particulares) não punem, de uma forma geral, os países que anunciaram o *default* da sua dívida. Para estes autores, a história do endividamento internacional tem sido uma cronologia de fases de crescimento acelerado dos créditos nos ciclos expansivos da economia mundial, seguindo-se a depressão e por vezes o *default* de alguns Estados soberanos, ocorrendo muito raramente

punições aos países faltosos. Este é um dos problemas abordados por alguns estudiosos do endividamento internacional, e que se prende com a “má memória” por parte dos países credores.

A **abordagem contratual** desenvolvida por *Atkeson* em 1991 incorpora a questão do *risco moral* no endividamento internacional, e assenta na existência de informação assimétrica no que respeita à acção do país devedor. A esta ideia está subjacente a hipótese de que os credores não conseguem observar as proporções de dívida que os devedores utilizaram para o consumo e para o investimento. A utilização dos recursos obtidos com a dívida externa maioritariamente com consumo reduz as possibilidades de cumprimento por parte dos países devedores, pelo que interessaria aos credores avaliar as utilizações dos seus empréstimos por parte dos devedores.

A **teoria do equilíbrio** assenta na existência de problemas de *selecção adversa*, isto é, informação assimétrica sobre o tipo de governo de um dado país. Um estudo de *Cole, Dow e English* em 1989 argumenta que um país que anuncia deliberadamente o *default* da sua dívida externa não é obrigatoriamente afastado dos mercados de capitais por um período fixo de tempo. Se o novo governo do país der ao mercado sinais claros de que tudo fará para cumprir as suas obrigações externas, os credores estarão dispostos a retomar os empréstimos ao país. Existe assim um sinal de equilíbrio que permite ao país ver retomados os fluxos de capitais para o seu interior, antes de ter terminado o período de tempo inicialmente previsto para as sanções.

Por fim, uma referência à **teoria da economia política**. Trata-se em nosso entender da mais importante conceptualização dentro da abordagem custo-benefício, pois introduz importantes considerações sobre os custos do *default*. Contrariamente às teorias anteriores, esta abordagem pressupõe que os custos de um anúncio de *default* não se distribuem uniformemente por toda a população do país devedor, alterando radicalmente a apreensão do problema. A vontade de pagar de um país passa a ser condicionada por variáveis políticas e pela heterogeneidade das perdas associadas ao *default* dentro do mesmo país, surgindo o endividamento externo como função da instabilidade política.

Alesina e Tabellini mostraram em 1989 as implicações da incerteza no endividamento externo de um país, no caso de uma situação de alternância de poder, onde cada governo representa diferentes grupos de interesse. Essa alternância é reflectida nas transferências que cada governo faz para o seu grupo de interesse quando está no poder, sendo essas transferências financiadas com impostos e com endividamento externo.

Neste sentido, o facto do actual governo ter consciência da possibilidade de no futuro vir a ser substituído por outro governo (o qual terá depois a missão de servir a dívida do país) resulta numa não interiorização do futuro serviço da dívida pelo actual governo, podendo

conduzir a situações de sobreendividamento. Paralelamente, os agentes económicos privados apercebem-se que os custos do serviço da dívida irão recair sobretudo no grupo de interesse que não estiver no poder, e antecipando-se a um aumento futuro da carga fiscal, acumulam (como segurança) activos estrangeiros. Os autores concluem assim que a incerteza política conduz ao sobreendividamento, saída de capitais e reduzido investimento doméstico.

O sobreendividamento surge nesta teoria como a resposta racional à incerteza política, a qual aumenta a preferência actual pelo consumo. A evidência empírica desta teoria foi comprovada por *Berg e Sachs*, que em 1988 descobriram uma correlação positiva entre desigualdades no rendimento e a probabilidade de reestruturação da dívida. Esta correlação baseia-se no facto das desigualdades terem associados maiores gastos redistributivos, surgindo o endividamento externo como a solução para se aumentarem os gastos sociais (permitindo a manutenção do governo no poder) sem se recorrer aos impopulares aumentos de impostos nem ao financiamento monetário do défice orçamental (evitando pressões inflacionistas na economia).

1.3.3.2. Três questões fulcrais na análise da “vontade de pagar”

Vimos no ponto anterior as principais contribuições teóricas para esta abordagem. Antes de passarmos à apresentação do modelo explicativo da “vontade de pagar” por parte dos países devedores, apresentado por *Eaton, Gersovitz e Stiglitz* em 1986, julgamos ser útil sistematizar três questões de importância vital para a compreensão dos fundamentos teóricos da análise custo - benefício: a obrigatoriedade, o risco moral e a selecção adversa.

A primeira questão diz respeito à **obrigatoriedade**, ou seja a dificuldade em assegurar que ambas as partes cumprem o estipulado num contrato de empréstimo internacional. Uma das principais diferenças entre o endividamento doméstico e internacional, é que contrariamente ao primeiro, neste último não há possibilidade de recorrer aos tribunais para obrigar os países devedores a efectuar o pagamento dos montantes em dívida.

Outra diferença reside no facto de nos empréstimos internacionais não ser possível aos países anunciarem a falência, e as sanções (como veremos no ponto 1.3.3.4.) impostas aos países faltosos, quando existem, são no máximo sanções indirectas. De igual forma, neste tipo de empréstimos o colateral (as garantias para o credor) tem um papel marginal - se o colateral se encontra no país devedor não existem mecanismos que permitam aos credores conseguirem uma utilização desse colateral - e mesmo que o colateral se encontre fora das

fronteiras do país devedor, é legalmente difícil para os credores apoderarem-se desse colateral¹⁸.

O segundo problema tem a ver com o **risco moral**. Este problema deve-se à dificuldade que os credores têm em se aperceberem das acções levadas a cabo pelos devedores, as quais são passíveis de influenciar negativamente a sua capacidade de pagar. A existência de risco moral significa também que a dívida total contraída pelos devedores não é totalmente observável pelos credores, podendo as acções do devedor dissimular a verdadeira magnitude do problema da sua dívida externa.

O último problema que os credores enfrentam no crédito internacional prende-se com a questão da **selecção adversa**. Neste caso o credor tem dificuldade em se aperceber das características particulares do país devedor, nomeadamente no que respeita à alternância de poder e ao facto dessa alternância ter efeitos significativos na vontade de pagar (isto é, se o novo governo no poder cumprirá ou não a dívida assumida pelos seus antecessores).

1.3.3.3. O modelo explicativo da vontade de pagar

Eaton et al. (1986) apresentaram um modelo em que a vontade de pagar de um país depende da percepção que o país devedor tem quanto às potenciais sanções que lhe poderão vir a ser aplicadas pelos credores e da vontade que os credores terão para emprestar no futuro.

Tomemos como hipótese de partida que os países credores impõem sempre sanções aos devedores em situações de incumprimento. Seja um modelo de dois períodos de tempo em que L representa o montante do empréstimo realizado no primeiro período e $r(L)$ a obrigação desse mesmo empréstimo ser pago no segundo período. Se o devedor não pagar sofre uma sanção P , expressa na mesma unidade monetária que $r(L)$. Por seu lado, o bem estar do país devedor (U), é função crescente do montante emprestado (L) e decrescente com a obrigação imposta pelo empréstimo (x):

$U = U [L, x]$, sendo x :

- (1) $x = r(L)$ se o devedor paga
- (2) $x = P$ se o devedor não paga

A utilidade que o país devedor recebe no segundo período vem:

¹⁸ *Eaton et al.* (1986) referem a existência de casos muito raros em que foram apreendidos activos dos países faltosos, como por exemplo aeronaves de países devedores em solo dos países credores.

(3) $U_d = U [L, P]$ se o devedor declara *default*,
ou

(4) $U_p = U [L, r(L)]$ se o devedor cumpre o serviço da sua dívida.

O devedor decidirá pagar se

(5) $U_p > U_d$,

isto é se a utilidade de cumprir o serviço da dívida for superior à utilidade de entrar em *default*. A comparação entre alternativas é o ponto fulcral da abordagem custo-benefício.

Partindo do pressuposto que os credores são competitivos (estão em regime concorrencial) e enfrentam um custo de oportunidade i , o recebimento do empréstimo por parte dos credores é dado pela seguinte expressão:

(6) $r(L) = (1 + i)L$

Substituindo as expressões (1), (2), (3), (4) e (6) em (5) vem:

(7) $L \leq P / (1 + i)$

A expressão (7) permite a *Eaton et al.* (1986) retirarem as seguintes conclusões, no pressuposto de que os credores se aperceberam da situação dos devedores:

- Existe um limite superior que não permite aos países devedores pedirem emprestado acima de $P / (1 + i)$ à taxa de juro i . Por outro lado, o devedor nem sempre deseja endividar-se até esse montante;
- Se o devedor pretender endividar-se mais, verificar-se-à um aumento das sanções;
- A não ocorrência de sanções não implica um aumento das violações contratuais (*default*) mas sim uma diminuição ou mesmo o fim de novos empréstimos.

Para os autores, a vontade de pagar é, no limite, um problema de escolhas racionais. Assim, foi introduzida a componente de incerteza no modelo, assumindo-se que as sanções dependem de um certo estado de natureza "s", tal que $P = P(s)$. Assumindo-se esta diferença, a utilidade para o país devedor no caso de fazer *default* e no caso de cumprir a sua dívida é dada respectivamente pelas expressões (1a) e (2a):

(1a) $U_d = U [L, P, s]$

(2a) $U_p = U [L, r(L), s]$

Estas expressões significam que a utilidade poderá depender mais do estado da natureza (s) do que das sanções (P). No entanto, o montante em dívida $r(L)$, nunca depende de s . O devedor cumprirá o serviço da sua dívida ($U_p \geq U_d$) se s pertencer a um dado conjunto S , e não o fará se s pertencer a um dado conjunto S' . Desta forma a utilidade esperada do devedor é dada pela seguinte expressão:

$$(3a) \quad \int_S U_p f(s) ds + \int_{S'} U_d f(s) ds,$$

onde $f(s)$ é a probabilidade de ocorrência de um dado estado s .

Pressupondo que os credores são competitivos (uma das hipóteses deste modelo, como vimos), neutrais ao risco e enfrentam um custo de fundos constante i , então $\Pi r(L) = (1 + i)L$, e a probabilidade de recebimento é dada pela expressão (4a):

$$(4a) \quad \Pi = \int f(s) ds$$

pelo que a existência de incerteza significa que o pagamento pode não ser feito e que as sanções podem ser impostas. Por outro lado, a imposição de sanções não implica um aumento na utilidade esperada do credor, pois embora a existência de sanções implique um aumento das quantidades emprestadas (beneficiando os devedores), nos estados de natureza desfavoráveis em que os devedores não pagam (S'), o aumento das sanções revela-se prejudicial para os credores.

Deste modelo da "vontade de pagar" emerge, para além do problema da incerteza, a questão do risco moral, na medida em que as acções dos devedores (por exemplo uma alteração na gestão da política económica) podem afectar a magnitude das sanções que lhes são impostas. Enquanto que as acções percebidas pelos credores normalmente resultam na revisão dos termos do empréstimo em desfavor do país devedor, as acções não observadas pelos credores (e logo não repercutidas nas sanções) implicam a existência de um risco moral. Para *Eaton et al.* (1986), os devedores podem empreender acções que aumentem aos olhos dos credores a sua determinação em pagar, aumentando assim a vontade de emprestar por parte dos credores.

1.3.3.4. O custo do *default* e a natureza das sanções

O custo imediato de uma suspensão temporária do serviço da dívida é o facto da dívida continuar a crescer à taxa de juro contratada. Contudo, e atendendo à especificidade legal que rege os empréstimos soberanos internacionais, o devedor beneficiará (e escolherá) sempre de uma suspensão indeterminada, a menos que exista uma sanção. Desta forma,

os custos do *default* incluem o fardo adicional que é imposto ao plano inicial de reembolso (devido aos juros e capital em atraso) mais as potenciais sanções que poderão vir a ser impostas ao país devedor.

Neste sentido, por **sanção** entende-se uma acção levada a cabo por um credor como resposta a uma situação de *default*, com o objectivo deliberado de diminuir o bem-estar do país devedor, enquanto que o **custo do default** representa qualquer efeito negativo efectivamente imposto ao bem estar do devedor, em consequência de um *default*. Desta forma, a noção de **custo do default** é mais vasta que a noção de **sanção**, na medida em que esta última pode não se vir a repercutir em custos para o devedor.

As sanções associadas ao repúdio da dívida por parte de um país são de dois tipos: sanções intertemporais (negação do acesso a futuros empréstimos) e sanções intratemporais (sanções comerciais imediatas).

Relativamente às *sanções intertemporais*, de acordo com *Eaton et al.* (1986), em termos teóricos apenas faz sentido falar-se na aplicação de uma sanção perante um modelo infinito, pois se existe no horizonte um último período, nenhum empréstimo será pago nesse período, pois não existirá qualquer exclusão futura com que o devedor tenha que se preocupar. Para os autores, em termos práticos, o efeito destas sanções de exclusão futura é tanto maior quanto:

- maior for a elasticidade da utilidade marginal do devedor;
- mais inconstantes forem as fontes de rendimento dos países devedores;
- mais baixa for a taxa de juro internacional;
- mais limitadas forem as opções internas para alterar o padrão de consumo do país.

Neste sentido, as sanções são tanto maiores quanto maior for o custo de exclusão para o devedor.

Por seu lado, as *sanções intratemporais* (comerciais) por terem uma aplicação mais imediata e directa parecem ter efeitos de magnitude superior nos países devedores. Atendendo aos inconvenientes e à reduzida flexibilidade de uma situação de troca directa, o financiamento internacional tem um papel importante no comércio internacional (denominados empréstimos para *trade finance*), aparecendo a disfunção comercial como o primeiro custo do *default*.

O alcance da sanção intratemporal depende do custo de oportunidade que o comércio tem para o país devedor. Se a estratégia industrial do país foi de substituição de importações ele poderá resistir bastante melhor a um embargo comercial do que se a estratégia de

desenvolvimento tiver sido a promoção de exportações, na medida em que este tipo de indústrias depende largamente de matérias-primas importadas.

No entanto, a eficácia das sanções comerciais está dependente do tipo de parceiros comerciais do devedor. Assim:

- se existem parceiros comerciais que beneficiem largamente com o comércio mútuo, será difícil para esses países cumprirem o embargo comercial, mesmo que tenham sido afectados pelo *default*;
- numa situação de *default*, o país vê no imediato aumentarem as suas reservas em divisas, que poderão ser utilizadas em importações. Numa situação destas, empresas exportadoras e bancos estrangeiros que efectuem operações de *trade finance* (de elevada rendibilidade e muitas vezes com reduzido risco) podem beneficiar de uma situação de *default*, "furando" o embargo comercial e diminuindo a eficácia das sanções.

As respostas dos credores perante uma situação de *default* podem diferir consoante o tipo de credor em causa. Os credores podem ser de dois tipos: *credores soberanos* e *instituições privadas*, as quais podem ser bancos e outras instituições financeiras, investidores directos, empresas comerciais e industriais e/ou multinacionais.

Eaton et al. (1986) consideram que as sanções aplicadas por parte de bancos e multinacionais são as mais eficazes. Os bancos, ao providenciarem capital, investimento e *trade finance*, e as multinacionais ao investirem avultadas somas de capital, são as instituições que podem infligir as maiores sanções - enquanto que os primeiros podem cortar subitamente o crédito - os segundos podem diminuir drasticamente o investimento e retirar-se do país.

1.3.3.5. O comportamento dos credores e dos devedores

Terminamos o capítulo com uma breve referência à racionalidade que está por detrás do comportamento dos agentes envolvidos na actividade de crédito soberano. A generalidade das modelizações teóricas parte do pressuposto de que os credores penalizam sempre os devedores que não cumprem parte dos contratos inicialmente acordados. Contudo, podem existir situações em que a aplicação de sanções não ajude na resolução do problema, podendo mesmo piorar a situação do credor.

Podemos socorrer-nos da **teoria dos jogos** para tentar perceber as interacções estratégicas que estão por detrás do comportamentos dos diversos agentes envolvidos. Coloquemo-nos no contexto da análise reputacional descrita anteriormente, e numa situação

em que os credores são competitivos, ocupando cada um uma pequena parcela do mercado. Considere-se o seguinte jogo:

Credor \ Devedor	Cumpre o pagamento	Não cumpre o pagamento (default)
Empresta	(1, 1)	(-1, 2)
Não empresta	(0, 0)	(0, 0)

Se existirem mecanismos eficientes que impeçam o devedor de fazer *default*, então a solução cooperativa será (1, 1), sendo aquela que maximiza os pagamentos dos jogadores. Na ausência de uma eficácia provada desses mecanismos (como vimos), o devedor tende a fazer *default*, ganhando 2 à custo do credor que perde 1 (-1, 2), pelo que a situação estratégica é (0, 0), isto é, aquela que resulta de um comportamento conflituoso.

Contudo, se não existir um limite superior para o número de jogadas em que o jogo terá lugar (modelo sem horizonte finito, como vimos no ponto anterior) e se o comportamento dos devedores for recordado pelos credores (argumento baseado na reputação), então o perigo de perder essa reputação leva à existência de um certo grau de cooperação, pois se um jogador optar por não cooperar numa dada jogada, ele não encontrará parceiros dispostos a jogar em jogadas subsequentes.

No caso específico dos PVD, embora os credores (bancos estrangeiros e países) se disponham no jogo em regime concorrencial, o seu número é relativamente pequeno, o que poderá em certa medida explicar porque é que os devedores normalmente honram as suas dívidas soberanas, isto é, porque é que a solução cooperativa funciona.

Uma última referência para a contextualização da era global que atravessamos. Vimos, aquando da apresentação do problema da informação, que o devedor tem várias vezes mais informação que o credor, e, neste sentido, pode gerir a sua susceptibilidade quanto às sanções, optando por pagar apenas aos credores cujas potenciais sanções são passíveis de lhe infligir uma maior perda de bem-estar. Contudo, a globalização pode alterar este cenário, na medida em que a maior difusão da informação faz com que os riscos da perda de um certo *goodwill* (reputação) sejam maiores para os países devedores.

1.3.4. Considerações Finais

Conforme vimos, as noções de "capacidade de pagar" e "vontade de pagar" enquadram as duas principais abordagens teóricas do serviço da dívida. A abordagem do serviço da dívida permitiu-nos perceber como surgem as necessidades de financiamento externo de um país, e descobrir quais os factores que estão por detrás de um problema de solvência (ou

solvabilidade) de longo prazo. A liquidez, associada ao curto-prazo, parece contudo indiciar a existência de problemas de solvabilidade. Por seu lado, sendo a dívida externa uma forma de alguns países (sobretudo os do Sul) encontrarem os recursos suficientes para o seu desenvolvimento, o seu elevado peso condiciona a forma como no futuro os países conseguirão aumentar o seu bem-estar. Neste sentido, de entre as várias formas de redução da dívida, a sua recompra no mercado secundário (*buy back*) surge como a principal forma desta se processar, embora a sua eficácia esteja condicionada pela magnitude dessa recompra e pelo seu enquadramento numa estratégia concertada de redução.

Por outro lado, a abordagem custo-benefício, assente na noção de "vontade de pagar" envolve um conjunto de considerações estratégicas entre as acções dos credores e devedores. A existência de sanções, a sua eficácia e magnitude são factores passíveis de condicionar a "vontade" dos devedores. No contexto desta abordagem, existem três problemas essenciais para a actividade creditícia soberana: a não existência de uma obrigação legal para que os países faltosos cumpram o serviço da sua dívida (bem como a inexistência de garantias), o risco moral, associado à informação assimétrica entre credor e devedor (desconhecendo o primeiro certo tipo de acções levadas a cabo pelo segundo) e a selecção adversa (ligada à forma como politicamente é encarada a questão da dívida externa pelos governos subsequentes).

Desta abordagem, os factores políticos resultam como os que efectivamente condicionam a vontade de pagar.

I.4. A MEDIÇÃO DO RISCO-PAÍS

O financiamento internacional envolve uma multiplicidade de riscos, que vão desde factores políticos a alterações dos preços de matérias-primas, súbitas desvalorizações, o reescalamento do crédito, e, na pior das hipóteses, o anúncio de *default* por parte de um país devedor.

O licenciamento de uma nova actividade pode ser cancelado quando já foram despendidas somas avultadas num dado projecto por parte de investidores estrangeiros, enquanto que o IDE pode estar sujeito à nacionalização, expropriação ou destruição. Esta diversidade de factores de risco pode relacionar-se com um país ou um conjunto de países. Por isso, bancos, grupos económicos, seguradoras e investidores em geral empregam cada vez mais recursos na análise do risco-país, assegurando que o investimento realizado compensa os riscos envolvidos, e, desta forma, a medição do risco-país torna-se cada vez mais importante.

Vamos neste capítulo focar de forma sucinta os principais aspectos relacionados com a medição do risco-país. Iniciamos o capítulo com a apresentação dos *ratings* soberanos, enquanto a forma mais difundida de medir de uma maneira objectiva o risco de um dado país. No primeiro ponto abordaremos ainda a evolução histórica dos *ratings* soberanos. No ponto 2 apresentamos os principais organismos envolvidos na medição do risco-país, bem como descrevemos sucintamente algumas das metodologias utilizadas. No ponto seguinte abordamos o papel de outros intervenientes na medição do risco-país, como os bancos comerciais, enquanto que o ponto 4 será reservado à discussão da relação entre os *ratings* soberanos e as emissões de dívida obrigacionista dos Estados. A medição dos novos tipos de risco-país e o enquadramento dos novos problemas daí decorrentes, como o caso específico das crises cambiais, serão objecto de análise no último ponto deste capítulo.

I.4.1. Os *ratings* soberanos ou índices de crédito

Os *ratings* soberanos são índices de crédito de países, normalmente apresentados sob a forma de notações ou notas de crédito (letras e/ou números). Uma notação é uma opinião emitida por uma entidade especializada (normalmente uma agência de *rating*) sobre a capacidade de um dado país em efectuar com regularidade os pagamentos ao exterior (de empréstimos directos ou de títulos de dívida emitidos) e garantir a segurança dos investimentos externos nele localizados. Os *ratings* envolvem, conforme veremos no ponto seguinte, variáveis ou grupos de variáveis de carácter político, económico, financeiro e social. Embora nos debrucemos exclusivamente sobre os *ratings* relativos a países (soberanos), existem ainda *ratings* atribuídos a bancos, empresas industriais, seguradoras,

governos regionais, municípios e instituições multilaterais, emitidos por agências de *rating* generalistas¹⁹, sobre as quais falaremos no ponto seguinte.

Para Haque et al., (1997), " ...os índices de crédito determinam não apenas se um país é capaz de conseguir empréstimos razoáveis a custos razoáveis, mas também se é capaz de atrair outros tipos de capital." Para os autores, no caso de países onde, devido a um conjunto mais ou menos alargado de factores, os índices de crédito se degradaram, torna-se necessário reconstituir a capacidade creditícia, através da implementação de medidas adequadas de política económica, no sentido de serem "aliviadas" as preocupações dos actuais e potenciais credores desses países.

Ao contrário das análises produzidas por especialistas dos mercados de capitais sobre as acções de uma dada empresa, os *ratings* são opiniões sobre o risco de um dado devedor, não se tratando de recomendações para a compra ou venda de activos dessa empresa ou país, nem para a fixação de IDE num país. Para o investidor internacional (sobretudo no caso do IDE), os *ratings* deverão ser considerados como um dos vários factores (embora porventura um dos mais importantes) presentes numa decisão de investimento, atendendo às dificuldades de previsão e de captação de toda a realidade política, económica e social.

Uma nota de *rating* deve em princípio referir-se a um horizonte temporal específico, na medida em que o risco de um país pode ser diferente no curto e no médio prazo (conforme veremos mais à frente, as agências de *rating* atribuem notações para o curto e longo prazo). O Quadro 7 sistematiza os principais aspectos relacionados com os *ratings*:

Quadro 7: Principais aspectos dos *ratings* atribuídos pelas agências de *rating* generalistas

Tipo de entidade pontuada	Para além dos <i>ratings</i> atribuídos a países (<i>ratings</i> soberanos), são ainda pontuados governos sub-nacionais, entidades governamentais e supranacionais (como a União Europeia ou o Banco Africano de Desenvolvimento), empresas industriais, bancos, empresas financeiras, companhias de seguros, sociedades corretoras e empresas públicas.
Horizonte temporal	As agências de <i>rating</i> dispõem normalmente de escalas diferentes para o curto e o longo prazo. Os índices de curto-prazo dizem respeito a prazos até um ano.
Grau de investimento	As agências de <i>rating</i> normalmente dividem em duas metades as suas escalas de <i>rating</i> , existindo uma linha para além da qual uma nota indica que o investimento num dado país é composto de elementos especulativos, não oferecendo garantias totais para os potenciais investidores.
Tipo de dívida	Os <i>ratings</i> podem ainda subdividir-se de acordo com o tipo de dívida que pontuam. Existem <i>ratings</i> referentes a títulos de dívida emitidos em moeda nacional e moeda estrangeira, a dívida bancária em moeda estrangeira e a depósitos bancários num dado país.

Fonte: *Credit Ratings International* (1998).

¹⁹ Trata-se de uma denominação por nós utilizada e que diz respeito às agências de *rating* que não classificam exclusivamente países, por oposição às agências apenas especializadas em *rating* soberano. No ponto seguinte serão apresentados estes dois tipos de entidades.

As notações de *rating soberano* indicam o risco de solvabilidade e a probabilidade que a capacidade de pagamento externa de um país tem de se manter ao longo do tempo, traduzindo opiniões sobre a solvabilidade futura de um dado país. As notações traduzem uma informação de carácter prospectivo e enquadram-se numa perspectiva de longo prazo (também por esta razão, os *ratings* tendem a manter-se ao longo do tempo, não sofrendo frequentes revisões de forma a que possam ser tomados em conta nas decisões de investimento de longo prazo)²⁰.

Como forma dos investidores poderem apreciar os diferentes níveis de risco de um país, as agências de *rating* recorrem a escalas, onde os índices de crédito são normalmente representados por letras ou números que indicam os diferentes graus de risco. As escalas permitem o estabelecimento de comparações sobre o investimento em países de diferentes dimensões, localizações geográficas e graus de desenvolvimento²¹.

No caso das emissões internacionais de dívida por parte de um país, a notação de *rating* condiciona o custo do financiamento para o país e a rentabilidade dos investidores, na medida em que quanto melhor for a nota de *rating*, menor o risco associado e logo menor a disposição a pagar por parte do devedor e menor a rentabilidade para os investidores. Segundo *Sollami-Butzer* (1997), a **ausência de *rating*** pode dissuadir alguns dos potenciais investidores nas emissões de dívida levadas a cabo pelos países, podendo mesmo vir a impossibilitar uma dada emissão de dívida. *Cantor e Packer* (1995), estudaram a correlação entre os *ratings* soberanos e as rentabilidades das emissões obrigacionistas de 19 países, e concluíram pela existência de uma forte correlação positiva entre a dívida soberana e os *ratings* soberanos.

Por último importa referir a dupla função do *rating* soberano na cena financeira internacional. Não obstante tratar-se de um dos tipos de *rating* mais importantes, pois alguns dos maiores emissores de dívida nos mercados internacionais são países (situação verificada sobretudo a partir dos anos noventa), o *rating* soberano tem ainda função suplementar de funcionar como "tecto"²² face aos restantes emissores de dívida de um dado país.

De acordo com *Cantor e Packer* (1995) e com *Sollami-Butzer* (1997), a evidência empírica comprova que o *rating* atribuído a uma empresa nunca é superior ao *rating* do seu país, mesmo que os fundamentos intrínsecos dessa empresa lhe possibilitem a atribuição de uma

²⁰ Antes de uma alteração na nota de *rating* de um dado devedor (país ou empresa), as agências de *rating* colocam normalmente os devedores numa "lista de alerta", informando os investidores que, na sequência de um dado acontecimento, a notação de *rating* desse país se encontra em observação, podendo subir ou descer na escala da agência. Por diversas razões (apoios externos ao país, inversão ou redução das magnitude do fenómeno causador da "preocupação") o *rating* de um devedor pode sair da "lista de alerta" sem que a notação se tenha alterado. Um estudo levado a cabo por *Sollami-Butzer* (1997) para o período entre 1981-1996 relativo às notas de *rating* da agência *Standard & Poor's*, revelou ser elevada a probabilidade das notações se manterem ao longo do tempo, sobretudo no caso dos melhores riscos (notações mais elevadas).

²¹ *Nagy* (1984) estabelece a distinção entre *rating* e *ranking* (hierarquização). Para o autor, o *ranking* de países segundo o seu grau de risco permite estabelecer comparações entre os riscos, mas não permite avaliar se o risco de um dado país é elegível para algum tipo de operação (não permite aferir tratar-se de um risco reduzido ou elevado).

²² As agências de *rating*, ao divulgarem a notação atribuída a um dado emissor (empresa ou banco) apresentam normalmente a notação de *rating* que atribuem ao país de domicílio da entidade em apreciação, à qual denominam de *ceiling*.

classificação mais elevada. Esta regra foi comprovada (e fundamentada) aquando da recente crise do peso mexicano em 1994, onde uma súbita e forte desvalorização, provocou enormes problemas de liquidez às empresas locais, independentemente da sua solidez financeira na fase que antecedeu a crise.

I.4.1.1. Evolução dos *ratings* soberanos e dos *defaults* internacionais

As primeiras agências de *rating* do mundo foram criadas nos EUA no final do século XIX, destinando-se a apreciar o risco de solvência de cerca de 250 empresas ferroviárias americanas, que haviam emitido dívida pública (materializada em cerca de 1 500 *bonds*) a fim de financiarem as respectivas obras. Desde logo, empresas industriais, sociedades financeiras e Estados passaram a ser objecto de análise. Entre as agências de *rating*, destacam-se pelo papel que hoje ocupam na cena financeira internacional, a *Standard & Poor's (S&P)* (criada em 1860), e o *Moody's Investors Service* (criada em 1900), que em 1919 atribuiu notações de *rating* aos primeiros títulos de dívida emitidos por Estados soberanos.

Como referimos no ponto 1 do capítulo I.2., até à crise dos anos trinta (grande depressão), os países endividaram-se essencialmente através da emissão de *bonds*, existindo já em 1929 *rating* atribuído a cinquenta Estados soberanos. Contudo, com o eclodir da grande depressão, os mercados internacionais de dívida viram-se a braços com um número considerável de casos de incumprimentos por parte de vários países. De acordo com *Cantor e Packer* (1995), 21 dos 58 países com dívida emitida entre 1930 e 1935 entraram em *default*, e 70% da dívida soberana emitida nos Estados Unidos entre 1926 e 1929 entrou em *default* antes de 1937.

A espiral de *defaults* apanhou as agências de *rating* de surpresa, mas serviu, na opinião de *Sollami-Butzer* (1997), para lhes conferir uma maior maturidade e projectar definitivamente a importância da medição do risco-país. No entanto, no final da II Guerra Mundial as emissões de dívida soberana perderam importância para outras formas de endividamento por parte dos países, pelo que a procura por notas de *rating* soberano decaiu até aos anos oitenta, altura em que como vimos, o endividamento internacional dos países voltou aos poucos a privilegiar os mercados de títulos (após a crise da dívida que afectou os bancos comerciais do ocidente nos anos oitenta).

O fenómeno da globalização dos mercados financeiros permitiu que mesmo países com riscos mais elevados (da América Latina, Europa de Leste e alguns países asiáticos) passassem a ter criadas as condições para emitir dívida (sobretudo no mercado norte-americano, no denominado *Yankee bond market*), induzindo paralelamente a um aumento da procura de *ratings* soberanos, tornando-se a *nota de rating* um elemento indispensável

para a exequibilidade das emissões de dívida de países (sobretudo PVD) numa época em que a informação se reveste de uma importância crescente. Esta evolução permitiu às agências de *rating* o regresso aos níveis do passado (pré-depressão), atribuindo hoje em dia, quer o *Moody's* ou a *Standard & Poor's*, notações de *rating* a mais de cinquenta países.

Contudo, uma das consequências da atribuição de *rating* soberano a um número crescente de países foi a diminuição da qualidade média dos *ratings* atribuídos. O Quadro 8 reflecte essa realidade baseando-se nos *ratings* soberanos atribuídos pelo *Moody's* e *S&P*:

Quadro 8: A evolução dos *ratings* soberanos atribuídos pelo *Moody's* e *Standard & Poor's*:²³

	Número de países pontuados com <i>rating</i> soberano pela 1ª vez	Média dos novos <i>ratings</i> soberanos atribuídos	
		<i>Moody's</i>	<i>S & P</i>
Antes de 1975	3	Aaa	AAA
1975-79	9	Aaa	AAA
1980-84	3	Aaa	AAA
1985-89	19	A2	A
1990-94	15	Baa3	BBB-

Fonte: Cantor e Packer (1995), adaptado.

A leitura do Quadro 8 permite-nos verificar que nos últimos quinze anos tem sido crescente o número de países pontuados pela primeira vez com uma notação de *rating* soberano, o que se reflectiu na diminuição média das classificações. No período anterior a 1985, a média dos novos *ratings* encontrava-se no topo das classificações das duas agências, decrescendo nos últimos anos para valores no limiar da escala não-especulativa.

Em suma, o papel dos *ratings* soberanos ao longo do tempo foi sempre o de reduzir a incerteza dos investidores acerca da suas exposições em determinados países, permitindo que nações com *defaults* no seu historial possam continuar a aceder aos mercados internacionais de dívida, na medida em que dão aos investidores uma imagem da actual situação creditícia dos países e prospectivam a evolução do risco que lhes está associado.

A história dos *defaults* ao longo do tempo²⁴ e a evolução das notações de *rating* soberano, levaram Cantor e Packer (1995) a afirmar que a actividade de concessão de crédito aos países permanece, tal como nos anos trinta, uma actividade arriscada. Estas evidências realçam a necessidade de aprofundar as metodologias de medição do risco-país, e deixam acesa a discussão em torno desta problemática para os anos vindouros.

²³ A explicação das escalas de *rating* soberano das agências *Moody's* e *Standard & Poor's* encontra-se no Anexo 1.

²⁴ Tal como nos anos 30, os *defaults* de países não terminaram. Cantor e Packer (1995) referem que desde 1970 ocorreram quatro *defaults* relacionados com dívida emitida em divisas, nove com dívida emitida em moeda nacional e 29 relacionados com a reestruturação de dívida bancária em moeda estrangeira, num total de 42 casos de *default* soberanos.



I.4.2. Organismos envolvidos na medição do risco-país

Embora os índices de crédito meçam a capacidade e a prontidão de um país para honrar as suas obrigações externas, os diferentes *ratings* existentes baseiam-se em diferentes metodologias, que utilizam diferentes variáveis e diferentes ponderações para as mesmas variáveis. Vamos inicialmente apresentar os principais critérios utilizados por quatro instituições especializadas na avaliação do risco-país, abordando de seguida o papel das agências de *rating* "generalistas".

I.4.2.1. Instituições especializadas na medição do risco-país

Entre as várias organismos que se dedicam exclusivamente à apreciação do risco-país²⁵, destacamos quatro pela sua importância e utilidade internacionalmente reconhecidas, como pelas referências encontradas a seu respeito na literatura académica especializada, e ainda porque entre os países que apreciam se encontra um número considerável de países em desenvolvimento. Nos Anexos 2 a 4 encontram-se sistematizados os principais critérios metodológicos utilizados por cada um destes organismos na medição do risco-país.

I.4.2.1.1. *International Country Risk Guide*

Trata-se de organismo norte-americano que mede mensalmente desde 1980 o risco de um elevado número de países (140 a partir de 1998), através de um índice geral designado por índice de risco compósito, o qual se subdivide em três sub-índices: índice de risco político, índice de risco financeiro e índice de risco económico. Cada um destes quatro índices é apresentado numa escala de zero a 100, significando zero o pior risco e 100 o risco nulo. Cada um dos três sub-índices pretende medir diferentes aspectos do risco-país: o índice de risco-político é uma medida da "vontade de pagar" de um país, reflectindo a instabilidade existente. O índice de risco-financeiro avalia as potenciais ameaças, colocadas aos credores internacionais e patrocinadores de IDE, que poderão surgir na sequência de actuações de política económica por parte das autoridades nacionais, passíveis de afectar negativamente a rentabilidade dos investimentos. Por último, o índice de risco-económico reflecte a forma como os pagamentos dos investidores estrangeiros podem ser afectados pelas condições estruturais da economia. Estes dois últimos índices prendem-se com a "capacidade de pagar" dos países.

Cada um destes índices é composto por um conjunto de variáveis, que são ponderadas por forma a quantificar cada um dos três sub-índices que se encontram agregados pelo índice compósito (veja-se no Anexo 2 uma descrição das variáveis utilizadas). De forma a

²⁵ Para além das quatro instituições que destacamos, incluem-se ainda o *Business Environment Risk Intelligence*, *Control Risks Information Services* e o *Coplin-O'Leary Rating System*.

quantificar as variáveis de carácter subjectivo (todas para além das variáveis macro-económico) o ICRG conta com cerca de 250 especialistas espalhados por todo o mundo. Para cada país é feita mensalmente a projecção para o índice composto para o prazo de um ano, bem como anualmente é editado um relatório escrito analisando a situação de cada país.

1.4.2.1.2. Economist Intelligence Unit (EIU)

Fundado à cinquenta anos em Londres, publica trimestralmente um índice de crédito para cerca de 180 países. Paralelamente são editados trimestralmente relatórios sobre a situação actual e respectivas previsões acerca do ambiente político, económico e de negócios relativos a cada país. O actual índice de crédito resulta de uma nova metodologia introduzida em Janeiro de 1997 que examina o risco-país através de duas perspectivas distintas e inovadoras, conforme mostra o Anexo 3.

O índice global de crédito é decomposto em quatro categorias genéricas de risco: risco político, risco de política económica, risco de estrutura económica e risco de liquidez, as quais incluem um conjunto de variáveis às quais é atribuída uma determinada ponderação. A notação final de *rating*, bem como os quatro sub-índices são definidos através de letras de "A" a "E" (equivalentes a uma grelha de zero a 100), em que "A" (ou zero) representam o menor risco. Estes quatro sub-índices são depois cruzados com três factores relacionados com o investimento em determinadas formas de dívida (risco cambial, risco de dívida soberana e risco do sector bancário). O modelo de risco funciona através de análises efectuadas por especialistas do EIU a uma série de questões quantitativas e qualitativas.

1.4.2.1.3. Euromoney

Trata-se de uma revista financeira que semestralmente publica um índice de crédito para 181 países, com base em três grupos de indicadores: analíticos, de crédito e de mercado. Cada um destes indicadores é formado por um conjunto de variáveis, às quais é atribuída uma determinada ponderação. Até 1987 os *ratings* eram determinados apenas por critérios subjectivos, altura em que se procedeu a uma alteração metodológica que resultou na actual forma de medir o risco-país, com base na opinião emitida por 44 economistas dos maiores bancos do mundo relativamente às variáveis de carácter subjectivo (veja-se o Anexo 4).

1.4.2.1.4. Institutional Investor

A revista *Institutional Investor* compila desde 1979, com uma periodicidade semestral, índices de crédito de países com base em avaliações feitas por economistas pertencentes a cerca de 100 dos maiores bancos internacionais. Os bancos preenchem um inquérito cujo

objectivo é a quantificação do risco global de crédito do país, definido numa escala de zero a 100, em que 100 representa o menor risco. As ponderações das respostas individuais são efectuadas pelos responsáveis da revista de acordo com a experiência de cada banco inquirido e com o grau de sofisticação das suas metodologias de medição do risco-país.

1.4.2.2. As agências de *rating* generalistas

Optamos por referenciar de forma separada as agências de *rating* que se dedicam de uma forma exclusiva à medição do risco-país, daquelas que analisam um vasto conjunto de devedores, conforme referido no Quadro 7. A estas últimas, optamos por apelidá-las de agências de *rating* "generalistas". Para além das agências *Moody's* e *Standard & Poor's* que, como vimos atrás, foram pioneiras na atribuição de índices de crédito a países, vieram juntar-se nos últimos anos, as agências *Duff & Phelps*, *Fitch-IBCA* e *Thomson BankWatch*.

Os *ratings* soberanos destas agências, ao contrário das anteriores, medem fundamentalmente o risco associado com os vários tipo dívida emitida pelos países (emissão de *bonds* em moeda nacional ou estrangeira, depósitos bancários, etc.). Como tal, os *ratings* soberanos das agências generalistas utilizam as mesmas escalas que os demais emissores, tais como bancos ou empresas industriais.

As metodologias utilizadas por estas agências não se encontram publicitadas. Contudo, o processo de atribuição de *rating* por parte de uma agência tem como ponto de partida o interesse manifestado pelos (potenciais) devedores relativamente aos serviços de uma dada agência, pelo qual pagam uma importância monetária variável, de acordo com a sua dimensão e a dimensão da dívida a emitir. Por seu lado, a agências de *rating* enviam ao país do devedor os seus representantes que recolhem todo o tipo de informação relevante junto dos responsáveis das entidades devedoras (as autoridades oficiais no caso do devedor ser um país).

A atribuição pela primeira vez de *rating* a uma dada entidade, a alteração favorável ou desfavorável da nota existente, bem como a colocação de uma nota de *rating* em "lista de alerta" são acções que as agências imediatamente tornam públicas, por forma a poderem servir um dos seus principais objectivos - a informação dos mercados (dos credores) - relativamente à situação de um determinado emissor de dívida.

1.4.3. Outros agentes envolvidos na medição do risco-país

Para além das instituições especializadas e das agências de *rating*, existe um conjunto de outros agentes económicos que se dedicam à medição do risco-país, entre os quais se

destacam os grandes bancos comerciais internacionais. Distinguímos pois neste ponto, o papel dos bancos comerciais dos restantes intervenientes neste processo.

1.4.3.1. Os bancos comerciais

Os grandes bancos comerciais, devido aos elevados montantes de financiamentos concedidos ao exterior, bem como ao elevado peso que os activos no exterior por vezes representam no activo total dessas instituições, acompanham de perto a evolução dos países onde têm interesses, através de sistemas de medição de risco-país com diferentes graus de sofisticação. Os sistemas de medição permitem aos bancos gerir o risco associado a operações de curto e longo prazo, bem como distinguir os vários tipos de risco num dado país (risco privado ou público), melhorando o controle interno dos riscos. De acordo com *Lowenstein* (1992), alguns bancos como o *Citibank*, *Bank of America*, *Chase Manhattan Bank*, *National Westminster Bank*, *Deutsche Bank*, *Crédit Lyonnais*, *Mitsubishi Bank* entre outros, desenvolveram sobretudo nos anos setenta os seus modelos de medição do risco-país, tendo como objectivo a fixação de limites de exposição para um dado país, controlando desta forma bastante melhor os riscos envolvidos.

Os métodos de captação do fenómeno do risco-país diferem entre os diversos bancos. *Nagy* (1984), refere existirem três grandes categorias:

- modelos baseados em análises exclusivamente subjectivas, recorrendo a questionários que são respondidos por bancos correspondentes ou delegados no exterior;
- abordagens quantitativas, as quais recorrem à utilização de listagens de indicadores aos quais é atribuída uma ponderação (*checklists*) ou a modelos econométricos, onde o risco país surge como a variável dependente ou a explicar, através de um conjunto mais ou menos vasto de variáveis explicativas;
- modelos híbridos, recorrendo a sistemas quantitativos e qualitativos, onde os *ratings* calculados através de modelos econométricos são posteriormente ajustados de acordo com critérios de ordem subjectiva.

1.4.3.2. Outros agentes

Para além das instituições especializadas na medição do risco-país, das agências de *rating* generalistas e dos bancos comerciais, existem outros agentes que se dedicam, embora com objectivos específicos, à medição do risco-país, entre os quais destacamos:

- **Bancos Centrais.** À semelhança do que sucede com os bancos comerciais, também os Bancos Centrais dispõem de métodos de análise e quantificação do risco-país, para determinarem o grau de aprovisionamento obrigatório para risco-país nas operações

levadas a cabo pelos bancos comerciais. Em Portugal, o Banco Central subdivide os países estrangeiros em cinco categorias de risco (de "A" a "E"), estando subjacente a cada categoria um determinado nível de aprovisionamento, e logo um dado nível de risco. Estas matrizes de risco-país produzidas pelos bancos centrais servem igualmente para informar o mercado e os potenciais investidores num determinado país, da visão oficial das suas autoridades monetárias.

- **Organismos oficiais.** Várias agências governamentais (como o Departamento de Estado norte-americano), associações comerciais e industriais, câmaras de comércio e demais organismos oficiais emitem frequentemente opiniões e quantificações sobre os riscos do investimento num dado país.
- **Multinacionais e empresas industriais.** Embora a generalidade destas empresas recorra às opiniões das agências de *rating*, existem multinacionais que desenvolvem os seus próprios sistemas de *rating*. *Kobrin* (1988) descreve o sistema utilizado pela *General Motors* com base em fundamentos essencialmente qualitativos.
- **Consultoras.** De acordo com *Kobrin* (1988), existe um número considerável de indivíduos e empresas que oferecem serviços de análise de risco-país. Entre eles contam-se indivíduos com larga experiência internacional, grandes consultoras e empresas especializadas unicamente no risco-país.
- **Académicos.** Alguns académicos que em virtude da investigação realizada, se especializaram num dado país ou região funcionam como uma fonte privilegiada para a análise do risco-país

I.4.4. O impacto dos *ratings* soberanos na emissão de dívida obrigacionista

Uma das questões frequentemente abordada pela literatura académica sobre os *ratings* soberanos prende-se com a forma como estes podem influenciar a dívida externa dos países, existente sob a forma de títulos de dívida, ou *bonds* (a forma mais comum do endividamento dos países nos anos noventa, conforme vimos no capítulo I.2.).

Cantor e Packer (1996) estudaram o impacto que alterações, ou possíveis alterações nos *ratings* soberanos das agências *Moody's* e *Standard & Poor's* tiveram nos *spreads*²⁶ de títulos da dívida pública emitida em USD, durante o período compreendido entre 1987 e 1994. Para isso utilizaram uma amostra de 79 mudanças de *rating* em 18 países, sendo 39 mudanças efectivas e 40 colocações em "lista de alerta".

O estudo levado a cabo pelos dois autores concluiu pela existência de correlação positiva entre os anúncios de alteração de *ratings* e a evolução dos *spreads* no sentido esperado

²⁶ Os *spreads* constituem o prémio de risco pago pelo país devedor (emissor dos *bonds*) atendendo ao seu grau de risco, pelo que pode ser considerado como o prémio de risco que acresce a uma determinada taxa de juro de referência (normalmente a LIBOR - *London Interbank Offered Rate*). Os *spreads* são normalmente apresentados em pontos-base (100 pontos-base equivalem a 1%).

(anúncios de descida dos *ratings* implicaram uma elevação nos *spreads* e anúncios de subida das notações tiveram como consequência a diminuição do prémio de risco a pagar pelos países). Os resultados mostraram ainda que o impacto é maior no caso da notação de *rating* soberano se encontrar na escala especulativa, e ainda nos casos dos anúncios serem positivos e as mudanças serem efectivas.

Outras das questões estudadas pelos autores foi a antecipação pelos mercados aos anúncios de alteração dos *ratings* por parte de uma agência. De acordo com os autores, embora existam factores de incorporação pelos mercados da informação utilizada pelas agências de *rating* ou a existência de anúncios de outras agências no mesmo sentido, os resultados mostraram que a antecipação pelos mercados não reduz significativamente o impacto das mudanças de *rating* nos *spreads* de dívida soberana, sendo mesmo esse impacto superior se o anúncio tiver sido precedido por outro anúncio por parte de uma outra agência.²⁷

Num trabalho anterior, *Cantor e Packer* (1995) demonstram que o prémio de risco atribuído pelos mercados à dívida soberana é superior ao atribuído à dívida de outros emissores, aumentando essa diferença à medida em que descemos na escala de *rating* (aumentando o grau de risco). Este facto é comentado pelos autores como existindo um maior pessimismo por parte dos mercados financeiros no que respeita à dívida emitida por países face às opiniões das agências de *rating*.

Esta evidência é também corroborada por *Morris* (1997) ao constatar que, sobretudo para os países em desenvolvimento, os prémios de risco sobre *bonds* soberanos são superiores aos *spreads* sobre empresas com o mesmo *rating*. Para este autor, o risco-país, face ao risco de outros devedores, tem associado a questão da informação que é fornecida aos mercados. Enquanto que as empresas publicam regularmente os dados relativos à sua situação económico-financeira, não é suposto que os Estados soberanos o façam - este factor é um dos que podem explicar a existência de maiores prémios de risco associados à emissão de dívida obrigacionista por parte dos países - sobretudo nos mercados emergentes, comparativamente à dívida emitida por empresas com o mesmo *rating*.

1.4.5. Medição dos novos tipos de risco-país

Vimos no capítulo 1.2. o aparecimento nos últimos quinze anos de novos tipos de risco-país, nomeadamente o risco de mercado e o risco sistémico de contraparte, com especial

²⁷ Num outro trabalho, *Cantor e Packer* (1995) demonstram existir com frequência desencontros entre as mudanças de *rating* soberano operadas pelas diferentes agências, sobretudo dentro da escala especulativa. Para os autores, isto deve-se ao facto da notação de países ser uma tarefa mais complexa que a pontuação de outros devedores, pois neste caso, para além da solvabilidade, estão em causa factores políticos e sociais que afectam a "vontade de pagar".

destaque para risco cambial e de desvalorização (risco de mercado) saídos das crises mexicana de 1994 e tailandesa de 1997.

Tradicionalmente as análises de risco-país centraram-se na situação financeira dos países, nomeadamente no seu nível de endividamento directamente relacionado com o risco de transferência. No início dos anos noventa, na sequência dos desenvolvimentos ocorridos no leste europeu (com a queda do bloco soviético) surgiu a necessidade de complementar as análises de cariz essencialmente financeiro com a situação política dos países. O exemplo da Rússia que no início dos anos noventa se viu com grandes dificuldades em cumprir as suas obrigações externas, não obstante os suficientes indicadores de endividamento, serviu para introduzir definitivamente o risco-político (mais ligado à "vontade de pagar") na medição do risco-país, provocando um refinamento na análise (Clei, 1997).

A crise cambial ocorrida no México em 1994 e no sudeste asiático três anos mais tarde mostraram a necessidade de tomar em linha de conta um novo factor de risco, relacionado com a liberalização dos mercados de capitais. A crise mexicana não se deveu a um montante excessivo da dívida externa nem à existência de graves convulsões políticas, mas sim à forte dependência de capitais externos que apenas encontram resposta em financiamentos de curto-prazo e em investimentos de carteira de elevada volatilidade. A crise mexicana serviu para realçar a necessidade de se criar um novo sistema de controlo e medição do risco-país, sobretudo do risco de mercado (devido às consequências que a desvalorização da moeda em 50% ocorrida no México em 1994 teve junto das empresas e bancos nacionais).

Clei (1997), baseado nos desenvolvimentos ocorridos no México e na Tailândia avança com uma abordagem de medição dos novos tipos de risco-país, com base em quatro vectores:

1. *Análise da dependência do país face aos capitais externos.* A apreciação de factores estruturais como a taxa de poupança interna e de investimento, a estrutura dos défices externos e do sector público bem como a parcela do défice da balança de transacções correntes financiado por IDE (parte das necessidades de financiamento cobertas por capitais não geradores de dívida), e a sua subsequente pontuação permitem estabelecer uma notação de risco-país;
2. *Medir a volatilidade dos financiamentos externos,* através da captação do peso da dívida de curto-prazo no endividamento total e da parte de investimentos de carteira no fluxo anual de investimento;
3. *Análise de indicadores de "capacidade de resistência"* a potenciais ataques especulativos à moeda, através do montante de divisas face à dívida de curto-prazo bem como o nível de endividamento global;
4. *Indicadores que permitam antecipar a atitude dos mercados.* Para o autor, uma economia pode encontrar-se vulnerável de acordo com os critérios atrás referidos, mas

continuar a beneficiar da confiança dos investidores internacionais. A medição de uma possível sobreavaliação da taxa de câmbio real efectiva constituiu um exercício indispensável para a apreensão do fenómeno do risco-país, pois os recentes exemplos de perda de confiança por parte dos mercados resultaram da conjugação da apreciação da taxa de câmbio ao mesmo tempo que as contas externas se descontrolavam. A elevada mobilidade de capitais que caracteriza os mercados financeiros actuais permite que factores como a evolução das taxas de juro ou a queda do índice da bolsa de valores sirvam como indicadores avançados para a medição destes novos fenómenos.

1.4.5.1. Medição e prevenção do risco cambial

A liberalização dos mercados de capitais é mais perigosa para os países em desenvolvimento (mercados emergentes) devido às fraquezas estruturais das suas economias. A abolição súbita dos controles cambiais (a grande maioria dos PVD vive ou viveu com regimes cambiais não totalmente livres) ao diminuir teoricamente o risco de transferência, expõe o país ao risco cambial e de desvalorização repentina, que não é apreendido através dos tradicionais sistemas de medição do risco-soberano.

As crises cambiais, pela sua pertinência e actualidade constituem cada vez mais um tema presente no debate económico, contando com um número importante de trabalhos. Neste sub-ponto do nosso trabalho, e enquadrado na medição do risco-país, abordaremos de uma forma resumida o contributo de dois trabalhos na detecção das crises cambiais, enquanto (mais) uma das várias formas que pode assumir o risco-país.

A abordagem dos sinais de *Kaminsky et al.* (1997) baseia-se na construção de um "sistema de alerta" que permita às autoridades implementarem medidas de prevenção das crises cambiais, com base numa metodologia específica, baseada na análise da evolução de um conjunto de indicadores seleccionados, os quais, "ancorados" num intervalo de variação, emitem sinais que permitem estimar a probabilidade de uma crise cambial²⁸ ocorrer nos próximos 24 meses.

Os autores identificaram previamente 103 indicadores divididos em seis categorias (de acordo com um conjunto de 25 estudos empíricos que os precederam, os quais tinham sido elaborados com o propósito de caracterizar os períodos que antecederam o aparecimento de crises cambiais). Após a consolidação dos indicadores, foram seleccionados cinco indicadores principais e cinco de grandeza intermédia como os mais indicados na

²⁸ De acordo com *Kaminsky et al.* (1997), crise cambial é definida como "...uma situação em que um ataque à moeda conduz a uma desvalorização significativa, a uma quebra importante das reservas em divisas, ou a ambos os acontecimentos". Para os autores existe crise independentemente da natureza dos ataques (com ou sem sucesso) e do regime cambial em vigor (câmbios fixos ou flutuantes). Por seu lado, *Goldfajn e Valdés* (1997), definem crise cambial como "... uma grande desvalorização, superior à anterior desvalorização nominal." Para estes autores a desvalorização é sinónimo de crise quando é superior a 1.96 vezes o desvio-padrão da taxa de desvalorização da taxa de câmbio real, ou, 2% mais 1.5 vezes a taxa de desvalorização verificada no mês anterior.

antecipação dessas crises. Este método surge no entanto limitado pela existência de factores de ordem política e institucional que não são captados pelo modelo, podendo diminuir a sua eficácia de previsão e prevenção.

Num outro trabalho sobre crises cambiais, *Goldfajn e Valdés (1997)*, debruçam-se acerca do papel que as expectativas sobre a taxa de câmbio e a sobre-avaliação da moeda têm na previsão da ocorrência destas crises. Utilizando dados para 26 países entre 1984 e 1997, os autores concluem que a sobre-avaliação da taxa de câmbio é um factor importante na previsão de crises cambiais, aparecendo a taxa de câmbio real como uma variável-resumo que deverá ser interpretada como um preço relativo que resume outros fundamentos básicos da economia de um país.

Contrariamente à teoria desenvolvida sobre crises cambiais (são pioneiros os trabalhos de *Paul Krugman* em 1979 e de *Flood e Garber* em 1984, onde nas respectivas abordagens, a expectativa aumenta com a proximidade de ataques especulativos), a evidência empírica mostrou que os mercados não antecipam as crises, e logo as expectativas não se revelaram "potentes" na antecipação e previsão das crises cambiais.

De uma forma análoga às conclusões retiradas do trabalho de *Kaminsky et al. (1997)*, onde poderiam surgir com alguma facilidade "falsos sinais", os autores concluem que as crises cambiais são eventos de difícil previsão, sendo necessário a adopção de métodos cada vez mais potentes para uma eficiente antecipação e detecção.

1.4.5.2. A abordagem não linear dos métodos de análise e medição do risco-país

A globalização e a integração das economias dos PVD nos fluxos financeiros globais alteraram a natureza do risco-país, que passa a "contar" com os fenómenos de contágio (efeito regional) e com uma lógica de ruptura, que os actuais modelos de análise e medição do risco-país, assentes na relação linear entre indicadores políticos, macro-económicos e financeiros não são capazes de apreender (*Apoteker, 1997*).

Para este autor, os actuais métodos (lineares) de medição do risco-país, ao incluírem um número cada vez maior de indicadores na sua análise não são depois capazes de perceber a variação simultânea dos vários indicadores. Os métodos lineares caem assim num paradoxo; a diversidade de riscos, aumenta o número de variáveis pertinentes mas ao mesmo tempo diminui a eficácia da análise.

Um dos novos métodos de análise não-linear é apresentado por *Apoteker (1997)* como o "princípio de lógica condicional". Segundo esta abordagem, são as combinações dos diversos factores que nos dão as situações de risco (e não cada um dos factores tomados

individualmente). Por exemplo, um país com uma elevada dívida externa pode apresentar um risco-país inferior a um país com melhores indicadores de dívida, se as fontes de financiamento do primeiro forem mais estáveis do que as do segundo; outro exemplo é a existência de um saldo marginalmente deficitário da balança de transacções correntes, que pode implicar um risco elevado se não tiver sido atingido como resultado de uma quebra no crescimento económico mas sim como resultado de uma alteração brusca da taxa de câmbio que fez sair capitais especulativos do país.

Esta lógica permite representar o risco soberano a partir de uma série de quatro equilíbrios fundamentais:

- **Equilíbrio de desenvolvimento.** Permite medir a capacidade de um país para assegurar um nível de crescimento económico suficiente sem atingir um défice externo demasiado elevado. Fornece uma apreciação da vulnerabilidade do país a modificações ocorridas nos financiamentos externos. Este equilíbrio, que assenta na combinação de duas variáveis (crescimento interno e desequilíbrio externo) conduz a quatro situações possíveis:
 - a) crescimento interno elevado sem grandes desequilíbrios na balança de pagamentos, correspondendo à melhor combinação em termos de risco-país;
 - b) o aumento do produto traduz-se num crescimento acelerado da procura interna e no aumento das importações. Esta situação revela a prossecução de uma política conjuntural desadequada no que diz respeito à política cambial ou monetária. A manutenção de taxas de crescimento associadas à degradação das contas externas cria um elevado grau de risco-país;
 - c) situação de impasse (elevados défices externos com crescimento moderado do produto). Constitui a estratégia de desenvolvimento que engloba um maior risco-país, pois excepto no caso do estrutura de financiamento externo ser particularmente desfavorável, o crescimento pode ser abruptamente interrompido sem que as contas externas se restabeleçam no curto-prazo, criando tensões sociais e políticas às quais se juntam as dificuldades que decerto as empresas locais atravessarão;
 - d) situação de ajustamento. Adopção de medidas de política económica adequadas que permitam ao país retomar défices aceitáveis das contas externas ao mesmo tempo que se mantém o crescimento interno. Esta situação, se conjugada com um bom equilíbrio financeiro (que veremos em seguida), permite uma rápida redução do risco-país.
- **Equilíbrio de financiamento.** Procura medir os condicionalismos ligados à estrutura de financiamento externo e ao peso do serviço da dívida externa. Este equilíbrio mostra que se um país dispuser de financiamentos de longo prazo estáveis (IDE, créditos oficiais multilaterais e bilaterais) então o seu grau de risco é significativamente mais baixo do que outro país que apresente idênticos desempenhos socio-económicos mas cujo

financiamento assentou em capitais de natureza mais volátil (investimentos de carteira, empréstimos bancários).

- **Equilíbrio cambial de curto-prazo.** Este equilíbrio permite "refinar" a análise a partir da recolha de informações emitidas pelos mercados cambiais. As dificuldades financeiras são hoje em dia precedidas de fortes desequilíbrios no mercado cambial, traduzidos quer por movimentos significativos da taxa de câmbio real quer por alterações das reservas em divisas, ou ambos em simultâneo. A conjugação deste equilíbrio com os equilíbrios de desenvolvimento e de conjuntura (que veremos em seguida) é essencial para detectar as crises cambiais.
- **Equilíbrio conjuntural (de curto-prazo).** Destina-se a medir a qualidade da política económica e a posição de um país no decurso de um ciclo conjuntural, através da confrontação entre variáveis económicas reais e monetárias, tendo como objectivo principal examinar as consequências de "derrapagens" conjunturais internas na qualidade financeira dos agentes (empresas públicas e privadas) e dos mercados financeiros de um determinado país.

A leitura simultânea destes quatro equilíbrios permite, através da utilização das 256 combinações possíveis, analisar a evolução de um país sob o ponto de vista do risco que lhe está associado. Para *Apoteker* (1997) os métodos não-lineares de medição do risco-país chamam a atenção para a possibilidade de existirem rupturas, sobretudo nos PVD, onde se recorre com frequência ao endividamento externo para se atingir um estágio de desenvolvimento superior, mas onde os capitais externos são mais voláteis, os ataques à moeda mais constantes e a qualidade da política económica mais sensível.

1.4.6. Considerações Finais

A diversidade de "riscos-país" e o seu carácter cada vez mais multiforme, o facto de existirem outros factores de risco para além da "capacidade de pagar", mas sobretudo a necessidade de se quantificar o risco inerente a um dado país, enquanto condição básica para que os investidores possam escolher entre países e entre diversas formas de actuar num mesmo país, justificou, em nosso entender, o destaque de um pequeno capítulo dedicado à medição do risco-país.

Os *ratings* ou índices de crédito, enquanto medida do risco por excelência, encerram um conjunto vasto de informação sobre o estado dos diversos tipos de risco inerentes a um país, servindo também para auxiliar os investidores na sua tomada de decisão e prospectivar a evolução desse país. A forma como os países, sobretudo os PVD, conseguem financiar o seu desenvolvimento (com condições mais ou menos vantajosas nos

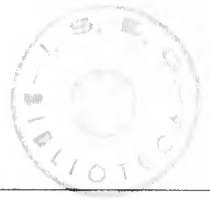
empréstimos) e atrair capitais externos potencialmente geradores de riqueza, depende cada vez mais do perfil de risco do país, traduzido por índices de crédito.

Entre os diferentes agentes envolvidos na medição do risco-país, assumem um papel de destaque as agências de *rating* "generalistas" como o *Moody's* e a *Standard & Poor's*, bem como os organismos que se dedicam em exclusivo à medição e análise do risco-país, como o *International Country Risk Guide* ou o *Economist Intelligence Unit*.

Numerosos estudos sobre os determinantes dos *ratings* soberanos revelam a existência de um vasto leque de metodologias utilizadas pelos diferentes organismos, assim como diferentes ponderações atribuídas às diversas variáveis e factores de risco.

Os novos tipos de risco-país, que abordamos no capítulo 1.2., correspondem a um novo desafio para a actividade de medição, atendendo à necessidade de adaptar os métodos existentes às novas situações de risco, podendo mesmo vir a ser necessário romper com o passado e incorrer em métodos de avaliação revolucionários.

Neste sentido, destacamos uma vez mais as crises cambiais, enquanto a mais recente (e frequente) forma de materialização do risco-país, relativamente às quais têm sido feitas tentativas para a construção de modelos de antecipação eficazes. Por seu lado, os métodos não lineares de medição do risco-país surgem como uma *proxy* muito importante na captação dos diversos factores de risco, que a nova era global cada vez mais interliga e exige um tratamento simultâneo.



PARTE II. O INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO

Nesta segunda parte do trabalho, dedicada à problemática específica do investimento directo estrangeiro, procuramos abordar alguns dos principais aspectos relacionados com este importante tema para a economia do desenvolvimento, sobre o qual a literatura é bastante rica e abundante.

Esta parte encontra-se dividida em cinco capítulos. O primeiro capítulo encerra os principais conceitos e definições associados ao IDE, procurando sintetizar os seus múltiplos aspectos. No segundo capítulo fazemos uma revisão aos principais contributos teóricos do IDE, enquanto que o terceiro capítulo é dedicado à caracterização evolutiva dos fluxos de IDE. Atendendo ao facto de termos focalizado a parte empírica deste trabalho sobre alguns países do Sudeste Asiático, este capítulo tem especial atenção à natureza e evolução dos fluxos de IDE para aquela região.

O quarto capítulo destina-se a analisar de que forma se processa a relação entre IDE e desenvolvimento económico, com destaque para o facto de, contrariamente aos fluxos meramente financeiros, o IDE conter elementos intangíveis em termos contabilísticos, mas de extrema importância para o desenvolvimento das economias emergentes. Uma vez mais procuramos exemplificar para o caso asiático a relação entre o desenvolvimento de alguns países e os influxos de IDE por eles recebidos.

Por fim, o quinto capítulo, que permite fazer a síntese da inter-relação entre risco-país e IDE, e ao mesmo tempo transpor a discussão teórica para o plano empírico (a construção do modelo, na Parte III), centra-se em torno da especificidade do risco-país associado ao IDE e das estratégias dos agentes envolvidos no processo de decisão. A comparação entre IDE e endividamento (dívida externa complementada com licenciamento tecnológico) enquanto formas alternativas de financiamento dos PVD, num contexto de risco-país, permitiu chegar a importantes conclusões.

II.1. CONCEITOS E DEFINIÇÕES

Atendendo à natureza cada vez mais complexa com que circulam os capitais nesta era global, é cada vez mais importante proceder à distinção entre os diferentes fluxos de capitais, bem como definir o que realmente se entende por investimento directo estrangeiro.

II.1.1. Definição de investimento directo estrangeiro

Os fluxos de capitais assumem essencialmente duas formas: dívida ou investimento estrangeiro. Por seu lado, o investimento num país estrangeiro pode ser directo (IDE) ou indirecto (denominados investimentos de carteira, ou de *portfolio*).

Graham (1995) define IDE como "...um aumento do valor da situação líquida dos investimentos num dado país detidos por investidores de países diferentes do país onde esse investimento está domiciliado."

Nesta definição de *Graham* (numa óptica contabilística), estão igualmente incluídos os investimentos partilhados por investidores domésticos e internacionais, normalmente designados por *joint ventures* (neste caso, apenas a parcela correspondente ao investidor estrangeiro é considerada IDE). Assim, no caso de uma empresa originalmente detida por agentes económicos locais ser vendida a investidores externos, o preço pago pelo investidor externo é contabilizado como IDE.

Este autor avança igualmente com outra definição de IDE, mas numa óptica da balança de pagamentos. Nesta perspectiva, *"...IDE de um país para outro consiste no aumento líquido do capital transferido por investidores do primeiro país para as suas subsidiárias domiciliadas no segundo país, mais o acréscimo dos lucros retidos por essas subsidiárias."*

Na opinião de *Fontoura (1997)*, *" O IDE caracteriza-se por envolver a transferência para outro país (o país de acolhimento) de um pacote de activos e produtos intermediários que inclui capital financeiro, tecnologia, know-how, técnicas de gestão, liderança e acesso a mercados externos, controlando o investidor o uso dos recursos que transfere."*

Por seu lado, para a *UNCTAD (1997)*, IDE é definido como *"...um investimento envolvendo uma relação de longo-prazo, que reflecte o controle e o interesse de uma entidade residente num determinado país (um investidor directo ou a sede de uma empresa) numa empresa residente numa economia que não a do investidor estrangeiro"*.

As definições apresentadas realçam algumas das principais características do IDE:

- a existência de uma relação de longo-prazo, o que à partida serve de distinção fundamental entre IDE e os restantes tipos de investimentos estrangeiros (não directos), como os investimentos de carteira;
- o poder de decisão sobre os destinos do projecto de IDE se encontrar nas mãos de investidores estrangeiros;
- em grande parte dos casos, o IDE é consubstanciado através da implementação de sucursais, subsidiárias ou empresas associadas²⁹ de uma empresa estrangeira (empresas multinacionais ou transnacionais)³⁰.

II.1.1.1. Particularidades do conceito de IDE

As definições atrás apresentadas suscitam questões importantes no que respeita à objectividade do conceito. Para *Graham* (1995), o termo IDE é "impróprio" porque independentemente da óptica de análise (contabilística, financeira ou económica), IDE não representa necessariamente investimento (entendido como formação de capital fixo).

Tomemos como exemplo a óptica de uma sucursal no exterior. Na perspectiva da sucursal, IDE é uma fonte de fundos, não um uso de fundos, pois os fundos injectados pela "casa-mãe" são os necessários à sua actividade. Contudo, numa perspectiva económica, os gastos de capital que uma sucursal faz no país onde está domiciliada (correspondentes a investimentos reais, como a construção de uma ponte) são usos de fundos.

Um outro exemplo, com dois casos extremos, permite entender melhor de que forma o IDE pode não corresponder necessariamente a investimento real. Considere-se o caso em que uma multinacional (do país A) compra uma empresa de um outro país (país B), pagando uma certa quantia monetária aos proprietários residentes no país B. Considere-se ainda que no ano em que ocorreu a transacção, a empresa adquirida, fruto da alteração accionária, não realizou investimentos de capital normais na sua actividade. Neste caso, embora a transacção tenha sido considerada como IDE, não existiu correspondência com investimento económico.

O caso oposto ocorre quando uma subsidiária no país B, controlada pela "casa-mãe" do país A, desenvolve um programa de expansão, despendendo elevados montantes em investimento real no país B. Considere-se ainda que, por fruto dessa expansão, a subsidiária não reporta nesse ano qualquer lucro, não havendo lugar a reinvestimento, e

²⁹ As diferenças relativas a cada uma destas três formas de implementação encontram-se no ponto II.1.2.

³⁰ Dizemos em grande parte dos casos, pois existem transferências internacionais de capitais classificadas como IDE para além das relações sede-filial de multinacionais, como o IDE surgido em virtude de operações de fusões ou aquisições entre empresas de países diferentes, ou de uma forma mais rara, através de fluxos de agentes económicos particulares (por exemplo a compra de bens imobiliários por particulares num país estrangeiro).

neste caso, embora se tenham realizado investimento real, não há lugar a qualquer acção de IDE entre os países A e B.

Para este autor, quer do ponto de vista do rendimento nacional, quer da perspectiva da empresa, *IDE é mais uma fonte de recursos para o investimento* do que investimento propriamente dito. Esta proposição pode ser entendida recorrendo à identidade do rendimento nacional:

$$I = S - \Delta AI$$

onde *I* é o investimento doméstico bruto, *S* a poupança nacional bruta e ΔAI variação líquida dos activos internacionais detidos por agentes residentes (incluindo reservas oficiais). Note-se que $-\Delta AI = X - M$, onde *X* corresponde às exportações e *M* às importações (por simplificação não se incluíram as transferências internacionais). O IDE é apenas uma das componentes de ΔAI , e um aumento dos influxos de IDE não implica automaticamente um aumento de *I*, assim como uma saída de IDE não implica automaticamente uma diminuição de *I* (como vimos no exemplo da aquisição de uma empresa doméstica por uma empresa estrangeira, o influxo de IDE provoca uma diminuição em ΔAI , implicando ao mesmo tempo um aumento dos fundos disponíveis para investimento doméstico).

Contudo, a variação negativa em ΔAI é compensada pelos activos monetários agora detidos por agentes nacionais (os antigos proprietários da empresa) sobre agentes estrangeiros (a empresa compradora), os quais parcialmente neutralizam a variação negativa verificada em ΔAI , devido ao aumento verificado noutras componentes de ΔAI .

Outra questão levantada por *Graham* (1995), prende-se com os *lucros retidos pelas subsidiárias* (lucros não distribuídos à casa-mãe). Como vimos, na definição de IDE dada pelo autor na óptica da balança de pagamentos, os lucros retidos são considerados IDE. O Fundo Monetário Internacional (FMI), considera *IDE como as transferências efectivas da sede para a filial no exterior, mais os lucros retidos (e reinvestidos) pelas filiais*³¹. Para o autor, uma vez mais, essa contabilização de IDE não se consubstancia em nenhuma transação entre os dois países. Uma das implicações práticas deste aspecto, prende-se com as comparações internacionais de IDE entre países, já que nem todos os países seguem as directrizes do FMI³² relacionadas com a contabilização dos lucros retidos. Este aspecto pode enviesar análises comparativas entre influxos de IDE para países diferentes.

Por seu lado, para *Fontoura* (1997) o problema coloca-se na *definição de "poder de decisão"*, e da forma como este pode ser medido. Vimos na definição de IDE da UNCTAD,

³¹ Em termos práticos, o FMI considera que todos os lucros das filiais são numa primeira fase transferidos para a casa-mãe. A parcela efectivamente retida pela sucursal é depois considerada como um refluxo de capital de longo-prazo para o país receptor do IDE.

³² Tal como o Japão. A falta de homogeneização neste aspecto, somada aos *erros e omissões*, explica porque é que em termos contabilísticos o total de IDE investido mundialmente não corresponde ao IDE recebido.

que o poder de decisão se define pelo controlo do projecto por parte de agentes estrangeiros. Para a autora, não existe consenso no que respeita aos valores mínimos que asseguram esse controlo, variando para a maioria dos países entre 10% e 25% da participação do capital.

Para torear esta dificuldade, o FMI aplica desde 1993 a norma de 10% do capital social para todos os países membros. Contudo, os problemas persistem pois:

- existem casos em que a estrutura do capital é muito dispersa, sendo o controlo exercido com posições minoritárias inferiores a 10% do capital social;
- existem outros factores de difícil medição que podem influenciar o controlo, para além do nível de participação no capital social, como os contratos de transferência de tecnologia e o fornecimento de matérias-primas.

Como forma de contornar estas dificuldades, o FMI e o Banco Mundial consideram definições alternativas. Para o primeiro, *controlo* deve ser entendido como a capacidade de influenciar a gestão, enquanto que para o Banco Mundial, existe IDE quando há uma intenção declarada do investidor que vise o desenvolvimento de uma acção num país estrangeiro³³.

II.1.2. Outros conceitos associados com o IDE

Existe uma multiplicidade de outros conceitos associados ao IDE, ou às formas como o IDE se pode afirmar. Entendemos ser útil para o leitor explicitar de uma forma sucinta algumas das principais definições.

Dado que a maioria dos casos de IDE se encontram ligados às acções empreendidas por empresas multinacionais, vejamos o que se entende por multinacional, casa-mãe e filial, bem como as duas formas principais de definir as filiais no exterior:

- **multinacional**: empresa caracterizada pelas relações existentes entre a sede (ou casa-mãe), domiciliada no país de origem do IDE e as suas filiais ou afiliadas externas (incorporadas ou não-incorporadas³⁴ no país receptor de IDE);
- **casa-mãe**: empresa que controla os activos das filiais domiciliadas no exterior, normalmente através da detenção de uma parte do capital social ou do poder de voto

³³ FMI, *Balance of Payments Manual* (5ª edição) e Banco Mundial (*World Tables*, 1990) (cf. Fontoura, 1995, pp. 39-40).

³⁴ Filiais incorporadas são empresas domiciliadas num dado país, que embora detidas por agentes económicos estrangeiros, são empresas de direito local do país onde se encontram, dispondo de uma personalidade jurídica própria, como é o caso das subsidiárias. Por seu lado, filiais não-incorporadas são aquelas que, embora situadas num país estrangeiro (e como tal obrigadas a cumprir a legislação em vigor nesse país), não dispõem de uma personalidade jurídica própria, sendo extensões da casa-mãe (como as sucursais e os escritórios de representação).

das filiais incorporadas (parcela não inferior a 10%, como vimos), ou o equivalente no caso de uma filial não-incorporada;

- **filiaf:** empresa incorporada ou não-incorporada, onde um investidor, residente noutro país, detém uma parcela que lhe permite exercer o poder de gestão.

Para a UNCTAD (1997), as filiais no exterior podem tomar a designação de:

- **subsidiária:** empresa incorporada no país receptor do IDE, em que uma entidade externa detém directamente 50% ou mais do capital social ou dos direitos de voto, tendo também o poder de delegar e exonerar a maioria dos membros dos órgãos de gestão (normalmente os membros do conselho de administração);
- **empresa associada:** empresa incorporada no país receptor do IDE, na qual um investidor estrangeiro detém pelo menos 10%, mas não mais de 50% do controlo accionista ou dos direitos de voto;
- **sucursal:** empresa não-incorporada num país diferente do país do investidor, detida a 100% pela casa-mãe, e que pode tomar a forma de estabelecimento permanente, terrenos, infra-estruturas e equipamento móvel (navios, aeronaves ou *pipelines* de gás ou petróleo), a operar em território estrangeiro há mais de um ano.

Corado Simões (1997), estabelece uma tipologia das filiais³⁵ de acordo com as actividades por estas desenvolvidas no exterior:

- **filiais comerciais:** o seu objectivo é promover e vender no país de implantação os produtos originários da casa-mãe ou de outras filiais, assegurando muitas vezes o serviço pós-venda. São estabelecidas normalmente por empresas ainda pouco internacionalizadas, ou por empresas que, por razões endógenas (eficiência, características dos produtos) têm a actividade industrial centralizada na sede. É o tipo de filial mais frequente em pequenas economias muito abertas ao exterior, que não oferecem grandes vantagens para a localização da produção;
- **filiais produtivas:** desenvolvem uma actividade industrial com produção de valor (indo para além das operações de embalagem do produto). As suas características variam em função do tipo de indústria³⁶, e são vistas numa óptica gradualista do processo de IDE como a fase seguinte das filiais comerciais;
- **filiais de captação de conhecimentos:** o estabelecimento deste tipo de filiais prende-se com o objectivo de acompanhar os desenvolvimentos no plano tecnológico e de inovação verificados no país de acolhimento. Podem ter funções comerciais e produtivas, mas o seu *leit motiv* é a absorção de conhecimentos tecnológicos em áreas

³⁵ Na obra *Impacto do IDE na estrutura industrial portuguesa* (Lisboa, 1992, no âmbito do PEDIP 5) por si coordenada, Corado Simões estabelece uma tipologia mais rica e abrangente das filiais no exterior, num enfoque mais voltado para a Ciência e Tecnologia, cruzando as características das filiais com nove tipos de estratégias das multinacionais.

³⁶ Nas indústrias de montagem como a indústria automóvel é vulgar o estabelecimento destas filiais, explorando as diferentes características de produção que as diferentes economias oferecem.

onde a concorrência já está implantada (tome-se como exemplo as filiais de empresas estrangeiras em *Silicon Valley*).

O IDE pode ser concretizado através das seguintes componentes:

- **participações de capital:** é a categoria mais comum de IDE, que pode tomar a forma de um "investimento inteiramente novo" (também denominado como *greenfield investment*, a forma mais utilizada até meados dos anos oitenta), ou de uma aquisição (na sequência de operações de "fusões e aquisições" ou de "privatizações"). No primeiro caso a empresa investidora cria uma nova empresa, enquanto que as aquisições se traduzem pela tomada total (*sole ventures*) ou parcial (*joint ventures*) do capital de uma empresa já existente no país receptor do IDE³⁷;
- **lucros não distribuídos ou reinvestidos:** corresponde à parcela de lucros a que o investidor estrangeiro tem direito pela sua participação no capital da filial (ver discussão precedente sobre este aspecto) e que são reinvestidos no país de acolhimento;
- **empréstimos inter-empresas ou transacções de dívida inter-empresas:** financiamentos de curto ou longo-prazo entre a casa-mãe e as suas filiais;
- **formas de representação não envolvendo participações de capital:** podem tomar a expressão de subcontratação, contratos de gestão, *franchising*, licenciamentos. Excluem-se *royalties* e comissões de licenciamento por serem considerados contabilisticamente como "pagamentos e recebimentos de residentes e não-residentes".

Quando existe participação de capital com o objectivo de interferir na gestão de uma empresa, traduzindo uma relação de longo-prazo (participação superior a 10%), independentemente do modo de concretização do IDE (projecto inteiramente novo ou aquisição de uma empresa já existente), o nível de propriedade pode ser repartido, segundo Corado Simões (1997), em dois tipos:

- **sole-ventures:** empresa cujo capital é inteiramente detido por uma empresa ou grupo económico do país investidor, garantindo um elevado controle de gestão e da tomada de decisões;
- **joint-ventures:** implica a repartição do capital e do poder de decisão por dois ou mais parceiros. As *joint-ventures* são frequentemente estimuladas (por vezes mesmo impostas) pelas autoridades dos países receptores de IDE, sobretudo nos PVD, como forma dos agentes económicos locais partilharem novas formas de aprendizagem nos domínios comercial, tecnológico e organizacional³⁸.

³⁷ Corado Simões (1997) estabelece uma tipologia das vantagens e desvantagens das aquisições face aos investimentos de raiz.

³⁸ Corado Simões (1997, pag.409) estabelece uma tipologia das vantagens e desvantagens das *joint-ventures*.

Embora, o IDE esteja associado a relações de longo-prazo, existem momentos em que a relação de IDE termina, na sequência de um conjunto mais ou menos vasto de factores, cujo estudo não se enquadra neste trabalho. Em termos formais, o fim de uma relação de IDE designa-se por **desinvestimento directo estrangeiro (DDE)**, que Romão et al. (1998) definiram como "...o encerramento de uma unidade no estrangeiro ou a sua venda a outra empresa, na totalidade ou parcialmente." O DDE deverá ser distinguido de saídas de IDE, as quais correspondem a investimento estrangeiro realizado por entidades residentes.

II.1.3. Síntese

Vimos nos pontos anteriores um conjunto de conceitos e definições sobre o IDE ou com ele relacionados, relativamente aos quais julgamos ser útil fazer uma visão de síntese. O Quadro 9 estabelece uma tipologia dos diferentes aspectos e formas de observar o IDE:

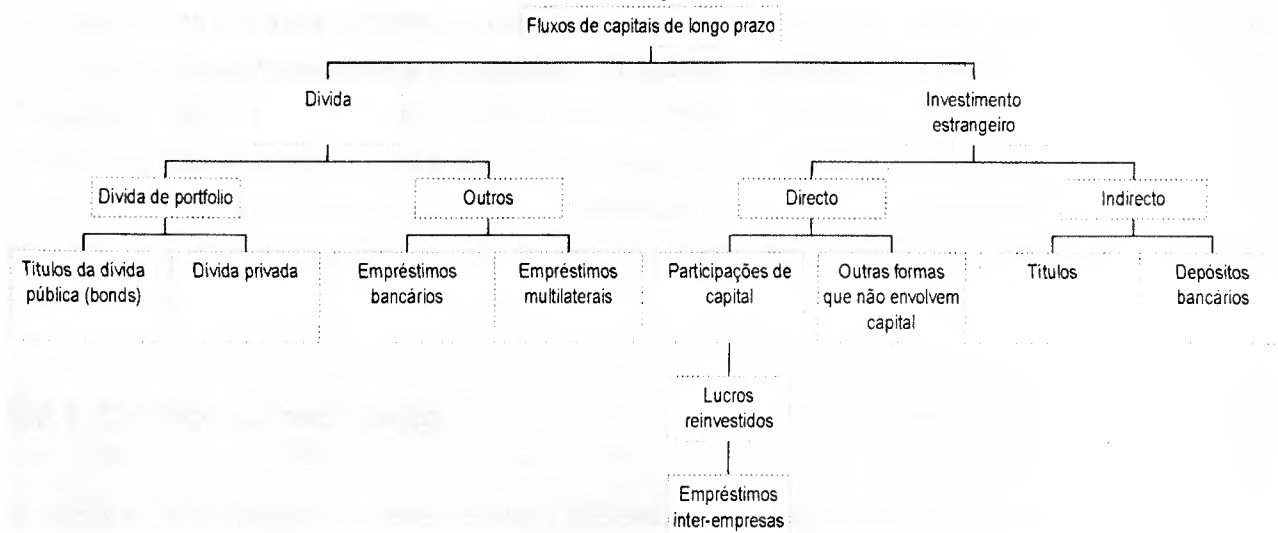
Quadro 9: Tipologia dos diferentes aspectos do IDE

Eixos de análise	Particularidades
Tipo de entidade empreendedora	<ul style="list-style-type: none"> empresas (multinacionais ou não); particulares (expressão marginal);
Modo de concretização do IDE	<ul style="list-style-type: none"> participação de capital (investimento novo ou aquisição); lucros reinvestidos; empréstimos inter-empresas (sede e filiais); outras formas que não envolvam participações de capital (licenciamento, <i>franchising</i>, contratos de gestão, etc...);
Nível de propriedade	<ul style="list-style-type: none"> <i>sole-ventures</i> (participações de capital próximas de 100%); <i>joint-ventures</i> (partilha do capital e das decisões por dois ou mais parceiros);
Filiais: forma jurídica e controle	<ul style="list-style-type: none"> subsidiárias; empresas associadas; sucursais;
Filiais: actividades desenvolvidas no exterior	<ul style="list-style-type: none"> filiais comerciais; filiais produtivas; filiais de captação de conhecimentos;
Principais formas de aquisição	<ul style="list-style-type: none"> directa; fusões e aquisições; privatizações;
Distinção face aos restantes fluxos de capitais	<ul style="list-style-type: none"> característica de longo-prazo; objectivo de interferência na gestão; fluxo não gerador de dívida; associação a activos intangíveis (tecnologia, <i>know how</i>, técnicas de gestão, acesso a mercados externos, etc...);

Fonte: Corado Simões (1997) e UNCTAD (1997).

Por seu lado, a Figura 1 mostra as diversas formas que podem tomar os fluxos internacionais de capitais, com destaque para a divisão entre dívida e investimento:

Figura 1: Tipologia dos fluxos internacionais de capitais



II.2. ASPECTOS TEÓRICOS DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO

Neste capítulo procuramos passar em revista os principais contributos teóricos do IDE (apontando as suas vantagens e limitações) e enquadrar o referencial teórico na evolução das empresas multinacionais e no contexto da economia global. Com base nos trabalhos de Fontoura (1997), Romão et al. (1998), *Moon e Roehl* (1993) e *Pan* (1996) abordaremos neste capítulo as contribuições do modelo neoclássico, das teorias da localização, das teorias baseadas nas imperfeições dos mercados, da teoria da internalização, da teoria eclética, da teoria sintética e da teoria do desequilíbrio. Por fim, referenciamos a reformulação efectuada à teoria eclética.

II.2.1. O modelo neoclássico

A literatura é unânime em afirmar que até aos anos sessenta não existiu uma teoria do IDE. Os postulados neoclássicos, baseados na afectação dos recursos de acordo com a produtividade marginal, dominaram até ao final dos anos sessenta, sendo o IDE explicado à luz do movimento internacional de capitais, os quais por sua vez, de acordo com as hipóteses de concorrência perfeita, se moviam como um substituto da mobilidade de bens e serviços (Fontoura, 1997).

O modelo neoclássico procurava responder ao problema de "onde produzir", deslocando-se os capitais para o exterior até que as taxas de remuneração do capital fossem iguais em todos os países, não existindo, nessa situação limite, qualquer incentivo à mobilidade internacional dos capitais.

Enquanto paradigma dominante da sua época, a teoria neoclássica do IDE ajustou-se a um período em que os capitais rumavam dos países do Norte (Estados Unidos e Europa) para os PVD (América Latina, África e Ásia), onde encontravam taxas de remuneração mais elevadas, em virtude da escassez de capital naquelas regiões.

Outro aspecto do paradigma neoclássico, associado às expectativas racionais, relaciona IDE com a teoria da carteira de activos, argumentando-se que a diversificação dos investimentos por tipo de activo e por país seria uma forma de reduzir o risco sistémico de um *portfolio*. Neste sentido, a internacionalização dos investimentos de carteira surge como hipótese válida, e à luz destes argumentos, o IDE aparece expresso nos títulos que representam o capital das filiais. A teoria da carteira de activos, conforme refere Fontoura (op.cit.), "...não dá um estatuto específico ao IDE...", pois não se pode estabelecer um paralelismo entre uma carteira de títulos e uma filial, dado que nesta última, para além da propriedade, existe igualmente a gestão e o controle.



II.2.2. Teorias baseadas nas imperfeições dos mercados

Na opinião de Fontoura (1997), a ruptura com a ideia das empresas multinacionais corresponderem a meros intermediários financeiros foi feita por *Hymer* na década de sessenta, que igualmente lançou as bases para uma verdadeira teoria do IDE. *Hymer* e *Kindleberger*, criticaram a abordagem neoclássica do IDE enquanto movimento de capitais, salientando³⁹:

- ao contrário dos investimentos de carteira, o IDE pode não envolver apenas movimentos significativos de capitais entre países, na medida em que existe a possibilidade das filiais se refinanciarem localmente;
- o carácter bidireccional do IDE, podendo os países receptores serem igualmente países investidores de IDE;
- que o IDE é maioritariamente atraído pelas características das indústrias e não pelas características dos países (onde a hipótese neoclássica da mobilidade segundo o diferencial de juros encontrava "refúgio").

A explicação do IDE no contexto das imperfeições dos mercados encontra relevo à luz de três vertentes: a) vantagens específicas do investimento estrangeiro; b) imperfeição dos mercados financeiros; c) reacção oligopolística.

A principal vertente decorre das vantagens específicas, que de acordo com Fontoura (1997) implicam a existência de imperfeições do mercado. Esta particularidade do IDE decorre do facto das empresas estrangeiras enfrentarem factores adversos, como diferenças culturais e linguísticas, desconhecimento da legislação e dos procedimentos locais, risco-país (risco de transferência, risco de expropriação), entre outros, quando comparadas com as suas congéneres locais. Assim, à luz desta abordagem, para que seja exequível investir no exterior, as empresas têm que encontrar vantagens específicas que as empresas locais não detenham.

Entre as principais vantagens destacam-se as relacionadas com o conhecimento (técnicas de gestão, capacidade tecnológica, *know how*, detenção de direitos face a marcas e patentes), com a capacidade produtiva (acesso privilegiado a matérias-primas e a mercados de exportação, economias de escala, diferenciação do produto) e com a natureza institucional dos próprios investidores. Nos anos setenta foram feitas diversas tentativas para identificar as vantagens específicas⁴⁰, com base nos trabalhos de *Johnson* (vantagens com características de bens públicos), *Caves* (vantagens decorrentes da diferenciação do produto) e *Hirsch* (vantagens relacionadas com a actividade de I&D).

³⁹ Conforme Fontoura (1997).

⁴⁰ Conforme Fontoura (*op.cit.*, pag.43).

A vertente da imperfeição dos mercados financeiros deve-se a *Aliber*, que num trabalho de 1970⁴¹ chamou a atenção para o facto da imperfeição desses mercados decorrer de diferenciais no custo real do financiamento, o que por sua vez leva as empresas a deslocarem-se para países onde esse custo é menor. Este argumento foi criticado por se aplicar essencialmente a capitais de curto ou médio prazo, não explicar os movimentos bilaterais de IDE e a não levar em conta os processos de internalização (de que falaremos mais à frente).

Por fim, a vertente explicativa do IDE, enquanto reacção oligopolística, deve entender-se como uma reacção estratégica ao comportamento das empresas concorrentes, como as empresas exportadoras que resolvem deslocalizar a sua produção para os mercados de destino. Em termos formais, o desenvolvimento desta vertente foi avançado pela primeira vez por *Knickerbocker* (em 1973) foi utilizado para explicar os fluxos de IDE cruzados entre empresas americanas e europeias, tendo sido mais tarde aperfeiçoado ao receber complementos da teoria dos jogos.

II.2.3. Teorias baseadas nas vantagens de localização

O fundamento deste contributo têm implícito que não bastam as vantagens específicas decorrentes das imperfeições de mercado para que uma empresa decida localizar a sua produção no exterior: *é necessário que existam vantagens específicas de localização.*

Em 1979, *Hood e Young* destacaram quatro factores essenciais à localização das empresas no estrangeiro⁴²: a) *inputs*; b) factores relacionados com a dimensão da empresa e do mercado, o seu grau de crescimento, presença de concorrentes locais e *marketing*; c) barreiras comerciais; d) políticas governamentais dos países receptores.

De acordo com *Fontoura* (1997), estes factores encontram enquadramento na teoria do ciclo de vida do produto, de *Vernon e Hirsch*, de acordo com três fases desse ciclo:

- *fase 1*: a inovação tecnológica é motivada pelo aumento da exigência dos consumidores dos mercados mais próximos, e pelo aumento dos custos salariais decorrentes da necessidade de uma maior qualificação, pelo que nesta fase a produção ocorre nos países desenvolvidos, sendo depois o produto exportado para outros países desenvolvidos;
- *fase 2*: tomando como base um contexto competitivo, a diversificação do produto e a estabilização das técnicas de produção levam ao aumento do investimento no exterior (em países desenvolvidos, onde a procura desse produto aumentou);

⁴¹ Conforme *Fontoura* (ibid).

⁴² Conforme *Fontoura* (1997, pág.44).

- fase 3: na fase da maturidade, com a padronização do produto, a produção torna-se intensiva em trabalho, fazendo sentido a sua deslocalização para os PVD, onde o factor trabalho é mais barato.

A capacidade explicativa da teoria do ciclo de vida do produto para o IDE foi importante durante as décadas de sessenta e setenta, nomeadamente para as multinacionais americanas da época. Contudo, o facto de enfatizar o preço relativo dos factores de produção como o principal determinante da localização das empresas torna a sua capacidade explicativa muito limitada nos dias de hoje, atendendo multiplicidade dos factores explicativos do IDE, como as infra-estruturas, a capacidade dos recursos humanos, a gestão macro-económica dos países receptores, e, como pretendemos demonstrar, o risco-país.

A busca incessante de trabalho mais barato tende a terminar. De acordo com *Borrmann e Jungnickel* (1992), que estudaram o IDE na região asiática, a evidência empírica demonstra esta afirmação, na medida em que países como *Taiwan* e *Singapura*, não obstante terem perdido a sua vantagem competitiva baseada em baixos custos salariais, não sofreram o efeito do desinvestimento. O aparecimento de métodos de produção cada vez mais intensivos em tecnologia e capital reduziram gradualmente a importância dos custos salariais, mesmo nas indústrias que tradicionalmente aproveitaram essas vantagens, como os têxteis, o vestuário ou a electrónica.

II.2.4. Teoria da internalização

Na década de sessenta emergiram um conjunto de teorias que pretendiam explicar o IDE de acordo com o comportamento das empresas, estudando os factores responsáveis pelo crescimento da empresa. Destas teorias destacam-se: a) a teoria *managerial*, focalizada na separação entre propriedade e controlo da empresa; b) a teoria *behaviorial*, onde a decisão de IDE resulta num processo complexo associado à posição de grupos de interesse no interior da empresa, e ainda a outros factores como o gosto dos gestores pelo exterior, a imitação de empresas rivais e o surgimento de uma oportunidade; c) a teoria da internalização.

Na teoria da internalização, as *empresas e os mercados são considerados como formas rivais na organização da produção*. Uma empresa realiza as transacções de mercado no seu interior sempre que os custos de transacção forem superiores aos custos decorrentes de coordenar as actividades dentro da empresa - neste caso, a empresa internaliza as transacções de mercado - ao invés de exportar a sua produção ou licenciar a exploração.

Esta teoria, que teve como base o trabalho desenvolvido por Coase em 1937, foi aplicada às empresas multinacionais por Buckley e Casson em 1976. Para os autores, a decisão de IDE surge quando os benefícios líquidos da coordenação das actividades internas da empresa - as actividades da empresa no exterior e o conjunto de transacções associadas (exploração de novos mercados, obrigações contratuais) - superam os benefícios que decorrem das relações comerciais externas. De acordo com Fontoura (1997), as duas áreas de internalização mais importantes das multinacionais são:

- *transacções relativas aos produtos intermédios*. Neste caso, as vantagens da internalização estão associadas à obtenção de matérias-primas especializadas, discriminação dos preços, concentração de poder de mercado, redução da incerteza e a ultrapassagem de distorções causadas pela intervenção do Estado (no âmbito aduaneiro, fiscal, monetário e ligado aos movimentos de capitais);
- *actividades relacionadas com a transferência de know-how*. Dizem respeito à informação relativa à descoberta ou desenvolvimento de um novo produto, de novas técnicas de gestão ou de novas técnicas de comercialização. Muitas vezes, pelas suas características não-comercializáveis, é indiscutivelmente mais eficiente internalizar.

A aplicação prática desta teoria e respectiva evidência empírica pressupõe uma análise custo-benefício, na medida em que uma empresa internaliza mercados imperfeitos até ao ponto que os custos da internalização ultrapassam os benefícios. A medição desses custos e benefícios dificultam a comprovação empírica desta teoria, que, na opinião de Moon e Roehl (1993) se adapta mais à explicação dos benefícios do que dos custos.

Em suma, esta abordagem adapta-se mais à explicação do crescimento de uma empresa do que à explicação do processo de internacionalização propriamente dito. A *internacionalização é vista como um sub-produto da internalização*, não levando em conta a componente estratégica existente na decisão de produzir no exterior, nem explicando a escolha da localização e o tipo de filial que se deverá estabelecer no exterior.

II.2.5. A teoria eclética ou paradigma OLI

A teoria eclética de Dunning, baseada em textos do autor de 1979, 1981, 1983 e 1988 é na opinião de Moon e Roehl (1993) "*...o primeiro candidato a uma teoria geral do IDE*." A teoria eclética é baseada no paradigma OLI ("O" de propriedade ou *ownership*, "L" de localização e "I" de internalização), que agrega os três tipos de vantagens expostos nas teorias anteriores. Um país atrairá IDE de acordo com três tipos de vantagens⁴³:

⁴³ Fontoura (1997, pág. 48) estabelece uma tipologia das vantagens de multinacionalização apresentadas por Dunning.

- **vantagens de propriedade:** a empresa estrangeira possui vantagens específicas não detidas pelas empresas locais. Entre as principais vantagens de *ownership* avançadas por *Dunning* destacam-se a propriedade tecnológica, a existência de economias de escala, a diferenciação do produto, a dotação de factores produtivos e a forma de acesso (a mercados, factores e produtos);
- **vantagens de localização:** o país de destino oferece condições para o desenvolvimento das vantagens competitivas da empresa. Entre as vantagens de localização destacam-se o custo e a qualidade dos *inputs*, os custos de transporte e comunicações e a distância (geográfica e cultural);
- **vantagens de internalização:** a empresa multinacional percebe que tem interesse em internalizar os mercados escolhidos, face às opções de exportação ou de realização de acordos de cooperação empresarial com o país receptor de IDE. Entre as principais vantagens de internalização apontadas por *Dunning* merecem especial atenção a redução do custo das transacções, a protecção do direito de propriedade, a redução da incerteza, a internalização de externalidades e o melhor controlo da oferta e das vendas.

De acordo com a teoria eclética, o tipo de penetração de uma empresa no exterior está condicionado pela relação entre os três tipos de vantagens. O Quadro 10 resume o resultado dessa interacção:

Quadro 10: Teoria eclética: formas de penetração das empresas no exterior

Forma de penetração no exterior \ Tipo de vantagem	Propriedade	Internalização	Localização
IDE	☆	☆	☆
Exportação	☆	☆	-
Venda de licenças	☆	-	-

Fonte: Fontoura (1997, pág. 48).

Resulta da leitura do quadro que apenas se verificará IDE se estiverem reunidos os três tipos de vantagens. No caso de não existirem vantagens de localização (mantendo-se as restantes) a empresa optará por exportar, enquanto que se detiver apenas a vantagem da propriedade, a empresa deverá optar pela venda de licenças a uma empresa de outro país, que explorará o mercado.

Se por um lado, a teoria eclética dispõe de um poder explicativo muito superior às teorias precedentes, na medida em que utiliza mais variáveis que as restantes abordagens que apenas se focalizavam num dos tipos de vantagens (tendo por isso uma natureza abrangente), diversas críticas foram formuladas a esta abordagem, classificando-a de

essencialmente descritiva e com um poder explicativo limitado, centrado na eficiência dos mercados.

Em 1988, na sequência das críticas apontadas à teoria eclética, *Dunning* sugeriu algumas extensões ao seu paradigma OLI⁴⁴:

1. uma maior formalização do modelo que serve de base ao paradigma;
2. os aspectos dinâmicos da produção internacional;
3. a explicação das novas formas de envolvimento internacional⁴⁵;
4. o enfoque no processo de decisão das empresas;
5. o desinvestimento por parte das multinacionais;
6. as consequências da actividade das multinacionais no bem-estar social.

Mais tarde, em 1995, devido à emergência de novas formas de investimento internacional, e à alteração estrutural da natureza das empresas multinacionais, *Dunning* voltou a reformular o seu paradigma, conforme veremos na secção 8 deste capítulo.

II.2.6. A teoria sintética

As novas formas de IDE, cuja tendência é observada a partir do final dos anos oitenta, representam um corte radical com a estratégia desenvolvida pelas multinacionais até aí. A implantação no exterior através de filiais detidas a 100%, ou através de participações maioritárias em empresas (*joint-ventures*), deu lugar a acordos de cooperação entre empresas, tomadas de participação recíprocas e criação de filiais comuns, na sequência do processo de globalização e inovação tecnológica que marcam a "era global" dos anos noventa.

De acordo com Fontoura (1997), a nova realidade implica um referencial teórico que explique: a) a estratégia global de cada empresa, integrada no comportamento das empresas rivais de cada sector/indústria; b) as novas formas de investimento como uma opção adicional na forma de abordar os novos mercados; c) o facto das empresas optarem por formas distintas e simultâneas na sua expansão internacional (IDE, exportação, venda de licenças, acordos de cooperação...). Esse referencial teórico encontrou expressão nos trabalhos de *Mucchielli* (de 1987 e 1991), que vieram a dar origem à *teoria sintética*.

De acordo com esta abordagem, centrada na *interacção entre os factores da oferta e da procura nas decisões de IDE*, a forma encontrada pelas empresas para penetrar no exterior

⁴⁴ Com base no artigo "*The eclectic paradigm of international production: a restatement and some possible extensions*", publicado no *Journal of International Business Studies*, 19(1), pp.1-32, referenciado em *Moon e Roehl* (1993, pág.58).

⁴⁵ Conforme refere Fontoura (1997, pág.50), a explicação das novas formas de investimento tinha sido já efectuada por *Dunning* em 1984.

irá depender da existência ou ausência de articulação entre as vantagens competitivas (vantagens ao nível da empresa) e as vantagens comparativas do seu país de origem (custo de factores, ambiente tecnológico, características da procura interna). A empresa é confrontada com situações de concordância ou de discordância entre as suas vantagens específicas (associadas a uma determinada procura de factores produtivos e oferta de produtos) e as condições da oferta e da procura dos países (Romão et al., 1998).

A interacção entre os factores da oferta e da procura por parte das empresas e dos países, resulta em quatro variáveis, cada uma conduzindo a duas situações (+ ou -). O Quadro 11 representa a interacção entre as vantagens das empresas e dos países, com oito soluções:

Quadro 11. Teoria sintética: interacção entre as vantagens das empresas e dos países de origem

Via de penetração no exterior	Vantagens competitivas (empresas)		Vantagens comparativas (países)	
	Procura de factores	Oferta de produtos	Oferta de factores	Procura de produtos
1. Produção e venda nacionais	+	+	+	+
2. Saídas de IDE	+	+	-	-
3. IDE e reimportações	+	+	-	+
4. Exportações	+	+	+	-
5. Entradas de IDE	-	-	+	+
6. Importações	-	-	-	+
7. Entradas de IDE e reexportações	-	-	+	-
8. Produção e venda no exterior	-	-	-	-

Fonte: Fontoura (1997, pág. 52).

As soluções da matriz de interacções resultam em dois grandes conjuntos de resultados:

- as características da procura e da oferta das empresas e dos países de origem são concordantes (casos 1 e 8). Neste casos, não existem incentivos por parte das empresas à deslocalização das suas actividades para o exterior;
- as características da procura e da oferta das empresas e dos países de origem são discordantes (casos 2 a 7). Nestes casos, sempre que a empresa considerar que no país de origem a discordância entre estes elementos é significativa, ela terá incentivos à deslocalização⁴⁶. Se a discordância com o país de origem se verificar simultaneamente do lado da procura e da oferta, dá-se a saída de IDE (caso 2). Se a discordância se der do lado da oferta, a produção será feita no exterior e reimportada para o país de origem (caso 3), enquanto que se se verificar do lado da procura, a decisão correspondente será a exportação (caso 4). No caso 5 as empresas estrangeiras realizam IDE no mercado

⁴⁶ Tome-se o exemplo de uma indústria que utiliza como principal factor produtivo o trabalho não qualificado - para ser competitiva necessita de um país abundante em trabalho. Se no país de origem, o trabalho for abundante, não se verifica um incentivo à deslocalização pelo lado da oferta. Por outro lado, se o mercado interno for vasto, também não existem incentivos à deslocalização pelo lado da procura. Contudo, se uma ou ambas as concordâncias não se verificarem, a empresa poderá optar pela localização no exterior.

nacional, enquanto que no caso 6 a sua opção é a venda no mercado nacional (importação). Por fim, no caso 7 existem condições que levam as empresas estrangeiras a deslocalizar a sua produção para o mercado nacional, vendendo o *output* nos seus mercados de origem.

Decorre desta teoria, que os *países de acolhimento mais atractivos* são aqueles em que se verifica um maior grau de concordância com as necessidades da empresa externa e uma maior discordância com as vantagens específicas das empresas nacionais (Romão et al., 1998).

Uma aplicação importante da teoria sintética consiste na explicação da *decomposição internacional do processo produtivo* (DIPP), isto é a produção de diferentes partes do produto em diversos países (Fontoura, 1997). A DIPP surge como uma consequência do processo de globalização dos mercados, onde a concepção do produto, geralmente intensiva em I&D, é efectuada no país de origem, enquanto que os estágios ulteriores (produção e venda do produto) podem ser espalhados por um conjunto mais ou menos alargado de países, através do estabelecimento de filiais, redes de sub-contratação ou acordos inter-empresas.

A DIPP implica que as situações concordância/discordância entre as vantagens competitivas (empresas) e comparativas (países) não tenham que se verificar ao longo de todo o processo produtivo, pois os produtos, cada vez mais complexos (ou compósitos), são decompostos em sub-produtos ou em componentes, os quais podem ser produzidos de forma autónoma⁴⁷.

Neste sentido, conforme refere Fontoura (1997), "*...a DIPP permite às empresas retirarem um ganho específico de segmentação...*", passando a sua vantagem competitiva, na óptica do produto final, a reflectir as vantagens comparativas dos países onde estão localizados os diferentes segmentos produtivos.

A globalização, a DIPP e o papel de destaque cada vez mais atribuído à inovação tecnológica, colocam a necessidade das empresas serem competitivas não apenas num só país e num determinado produto, mas em todos os segmentos de produção e em todos os mercados onde estão presentes. Neste contexto, a *cooperação inter-empresas*, através de alianças ou associações estratégicas, surge como uma das formas de resposta aos novos desafios.

As *alianças estratégicas* têm associadas um conjunto de benefícios, como economias de escala decorrentes da concentração de actividades, a possibilidade de iniciar uma

⁴⁷ Em *O Trabalho das Nações* (1996), Robert Reich ilustra esta ideia para o sector automóvel, ao referir que hoje em dia já não é possível afirmar que um automóvel é "*made in*" determinado país, pois ele resulta de uma agregação compósita de produtos originários das mais diversas partes do Mundo. Este exemplo pode ser generalizado para outras indústrias, como a electrónica.

actividade para a qual o *know how* (a massa crítica) da empresa era insuficiente, ou a redução do risco (no caso de actividades de pesquisa, onde a concentração de esforços e "saberes" potencia o sucesso comercial das dispendiosas actividades de I&D). É o efeito da complementaridade presente nas alianças que dá origem a um *ganho específico de aliança* (Fontoura, 1997), condição necessária ao sucesso de uma aliança. As diversas vantagens que decorrem do processo de associação estratégica constituem para a empresa uma *vantagem estratégica*.

O Quadro 12 adiciona a *vantagem estratégica* às vantagens competitiva e comparativa avançadas no Quadro 11, podendo a DIPP levar à adopção das seguintes soluções:

Quadro 12: Teoria sintética: formas de penetração das empresas no exterior

Forma de penetração no exterior	Tipo de vantagem		
	Competitiva	Comparativa	Estratégica
IDE	+	+	-
Exportação	+	-	-
Venda de licenças	+	-	+
Acordo de cooperação internacional	+	+	+

Fonte: Fontoura (1997, pág. 56).

Desta forma, ocorrerá IDE sempre que se verifiquem as vantagens competitiva e comparativa, enquanto que a verificação simultânea dos três tipos de vantagens potencia a realização de alianças estratégicas ou acordos de cooperação internacional.

II.2.7. A teoria do desequilíbrio

A teoria do desequilíbrio pretende dar resposta à seguinte questão: "*Qual a motivação fundamental para uma empresa se instalar no exterior?*". Para os autores desta teoria, as abordagens precedentes, nomeadamente a teoria da internalização e a teoria eclética de *Dunning*, partem do princípio que uma empresa deve ter sempre uma vantagem de propriedade (acesso ao mercado, a matérias-primas, força de trabalho barata ou qualificada) ao instalar-se no exterior, pelo que se dedicam a responder à questão: "*O que é que uma empresa precisa para ter sucesso no exterior?*".

Nesta abordagem alternativa, *Moon e Roehl* (1993), afirmam ser o *desequilíbrio existente entre os factores excedentários e deficitários da carteira de recursos de uma empresa* que impulsiona o IDE. Para os autores, as teorias anteriores, ao centrarem-se na existência de vantagens, produzem uma análise *ex post*, demasiado simplificada, não explicando todo o mecanismo de decisão do IDE, mas apenas a fase final do processo.

O modelo de análise proposto por *Moon e Roehl*, partindo do mesmo ponto das abordagens anteriores (a empresas tem vantagens ao deslocar-se para o exterior), introduz um novo factor na análise: as *desvantagens de propriedade*. Quando uma empresa não consegue compensar essas desvantagens (que podem ser de mercado, de *inputs*, de força de trabalho, etc...) no mercado doméstico, a procura de equilíbrio para a sua carteira de recursos leva-a a compensar essas desvantagens em países estrangeiros.

Penrose, em 1959⁴⁸ foi o primeiro autor a chamar a atenção para a importância do desequilíbrio, afirmando que as empresas, ao construírem os seus activos específicos terão inevitavelmente um desequilíbrio de crescimento (alguns dos activos são em número demasiado elevado para a escala produtiva da empresa), que resulta da tentativa de compensar o desequilíbrio previamente existente noutros activos (a empresa compensa o desequilíbrio num certo tipo de activos trazendo para a sua carteira outros activos, os quais assumem proporções excessivas face à sua escala produtiva).

A aplicação do trabalho de *Penrose* na explicação do IDE recorre à noção de economias de escala. Partindo do princípio que a adição de um ou mais factores produtivos resulta na diminuição do custo médio de produção, através de economias de escala, essa vantagem, aumenta o valor económico de todos os factores, devido ao aumento da respectiva produtividade. Neste sentido, a empresa encontrará uma motivação para o IDE quando dispõe de certas vantagens e quando o retorno esperado do capital é superior no IDE marginal, face ao investimento doméstico marginal.

Para *Penrose*, as empresas são caracterizadas pelo facto das actividades nelas contidas e dos produtos por elas produzidos estarem *tecnicamente relacionados* no processo produtivo, pelo que se a tecnologia se altera, o *output* óptimo também se altera. Assim, uma melhoria tecnológica permite, *ceteris paribus*, produzir a um menor custo médio, pelo que o *output* óptimo, associado a economias de escala, está dependente do nível tecnológico do processo produtivo.

Esta relação permite transpor o desequilíbrio entre factores para a explicação do IDE. Admita-se que o excesso num factor produtivo (trabalho ou capital) é uma característica específica da empresa, e que esta não consegue vendê-lo facilmente. O excesso num factor é uma deficiência relativa noutro factor, pelo que a empresa terá uma maior (menor) quantidade de capital e uma menor (maior) quantidade de trabalho face ao óptimo. Atendendo a este desequilíbrio, toma-se necessário calcular o custo de uma distribuição alternativa dos activos nos mercados doméstico e internacional, para se determinar o montante de IDE apropriado à empresa. Tomemos a seguinte equação:

⁴⁸ *Penrose, Edith T. (1959): The Theory of the growth of firm. Oxford. Basil Blackwell.* Recentemente, a denominada *resource based approach*, desenvolvida por *Prahalad e Hamel* em 1990 e *Coner* em 1991, teve como inspiração o trabalho de *Penrose*.

$$dIDE_t = f (K/L - K^*/L^*)_{t-1},$$

onde $K > K^*$ e $L < L^*$,

em que $dIDE_t$ representa a variação do IDE no período t , $K^* (L^*)_{t-1}$ o nível óptimo de capital (trabalho) no período $(t-1)$ e $K (L)_{t-1}$ a actual posse de capital (trabalho) no período $(t-1)$.

De acordo com este modelo, o IDE no período t é determinado pelo excesso verificado no rácio capital-trabalho face ao ponto óptimo, no período $(t-1)$. A interpretação deste resultado significa que o excesso de capital (uma vantagem de propriedade) é uma fonte de IDE, o que pode parecer uma conclusão idêntica à verificada pelas abordagens anteriores.

Contudo, contrariamente àquelas teorias, em que as vantagens são a única fonte de IDE, para esta abordagem a motivação fundamental para o IDE é o desequilíbrio entre os *inputs* dado um certo nível óptimo de *output*, o qual é determinado pela tecnologia (factor crítico para esta abordagem).

Não obstante tratar-se de um modelo que tem como limitação importante o pressuposto de que não existem investimentos domésticos alternativos ao IDE (os quais poderiam condicionar os resultados e retirar grande parte do efeito do IDE, enquanto processo alternativo para compensar o desequilíbrio de recursos), esta abordagem tem o mérito de explicar os fluxos Sul-Norte de IDE (as teorias precedentes ajustam-se sobretudo à explicação dos fluxos Norte-Sul, já que seria difícil para uma empresa localizada num PVD trazer uma vantagem aos países mais avançados), bem como os investimentos cruzados entre multinacionais (tem ainda a vantagem de ter sido testada empiricamente).

Para os autores, esta teoria consegue responder com sucesso a quatro das seis extensões do paradigma OLI sugeridas por *Dunning* em 1988 (veja-se a secção 5 deste capítulo), nomeadamente:

- *uma maior formalização*, já que esta teoria pode ser explicada com recurso a um modelo;
- *uma maior preocupação com os aspectos dinâmicos da produção internacional*, na medida em que o movimento dos activos das empresas de um estado de desequilíbrio para um estado de equilíbrio representa, um contínuo ajustamento do desequilíbrio de factores que em qualquer altura poderá existir;
- *a explicação do desinvestimento*. *Dunning* criticou a literatura afirmando que o desinvestimento foi até aí (1988) tratado discretamente, apenas como a operação inversa à aquisição. Para esta teoria, o desinvestimento enquadra-se numa reavaliação contínua do desequilíbrio de factores das empresas multinacionais;
- *o impacto do IDE no bem-estar social*. Para *Moon e Roehl* (1993), decorre do paradigma OLI, que, no limite, as multinacionais exploram os PVD, na medida em que recebem bastante mais do que dão, pois geralmente compram factores produtivos baratos de

reduzido valor acrescentado, vendendo produtos de valor superior. Pelo contrário, à luz desta abordagem, as multinacionais aumentam a produtividade marginal dos factores excedentários e deficitários, ajustando o desequilíbrio para o óptimo e fazendo com que o comportamento das multinacionais seja consistente com uma melhor alocação dos recursos mundiais, provocando um aumento do bem-estar global e contribuindo para o desenvolvimento sustentado das economias.

II.2.8. A reformulação da teoria ecléctica

As novas formas de investimento internacional, baseadas em alianças estratégicas foram percebidas por *Dunning*, que em 1995 se refere à existência de uma alteração estrutural, associada a progressos tecnológicos, nomeadamente: a) o aumento dos custos com a inovação; b) a cada vez maior dependência entre as tecnologias; c) a diminuição do ciclo de vida do produto. A reacção das empresas processa-se através:

- i) *da concentração dos recursos* nas competências críticas, isto é no seu *core business*, definido como as actividades em que a empresa dispõe de uma vantagem competitiva, subcontratando as restantes actividades, que são "desinternalizadas";
- ii) *do estabelecimento de parcerias* para reduzir os custos associados ao processo de inovação, bem como para reduzir o risco associado e acelerar todo o processo;
- iii) *de alianças estratégicas* que melhorem a posição de mercado, sobretudo com empresas locais, no caso das multinacionais.

Para *Dunning*, essa alteração estrutural implicou que o anterior "*capitalismo hierárquico*" desse lugar ao novo "*capitalismo de alianças*" (Fontoura, 1997), assim entendidos:

- *capitalismo hierárquico*: caracteriza-se pela prevalência das empresas em relação ao mercado enquanto forma de organização, bem como pela reacção das primeiras às imperfeições do mercado, através da internalização. A produção e as transacções são determinadas pela análise custo-benefício entre utilizar mercados ou empresas como modos alternativos de organização;
- *capitalismo de alianças*: caracteriza-se pela cooperação das empresas com o mercado, no intuito de diminuir as imperfeições deste, através de acordos de parceria dinâmicos, onde por exemplo os fornecedores não se limitam apenas a produzir o solicitado pelo cliente, mas apresentam soluções para os problemas e buscam a melhoria contínua da qualidade dos seus produtos e serviços, se possível diminuindo também os preços.

Estas alterações de natureza estrutural levaram *Dunning* a reformular o paradigma eclético, alargando os factores determinantes no sentido de incluir as novas tendências. Assim, as

vantagens de propriedade (O) deverão ter em conta os benefícios decorrentes das diversas estratégias de associação, destacando-se (conforme Fontoura, 1997):

- a) *alianças verticais*. Devem possibilitar o acesso a I&D e a novos processos produtivos, bem como o acesso a novos clientes, técnicas de *marketing* e canais de distribuição;
- b) *alianças horizontais*. Devem facilitar o acesso a tecnologias complementares e promover a capacidade inovadora, com mecanismos de *feedback* ao nível do conhecimento e da informação;
- c) *redes de empresas*. Devem basear-se nas afinidades entre as empresas, quer ao nível da actividade desenvolvida quer ao nível geográfico, promovendo as vantagens anteriores de uma forma menos formal.

Por seu lado, as *vantagens de localização* (L), deverão incorporar as externalidades positivas que decorrem dos *clusters* de empresas, como a concentração geográfica de actividades complementares e o papel das autoridades na criação de um clima propício à fixação de empresas.

Por fim, as *vantagens de internalização* (I), deverão ser entendidas de acordo com a revisão e alargamento do conceito de internalização, passando-se da internalização feita por uma só empresa a acordos inter-empresas como formas de ultrapassar as imperfeições dos mercados.

II.2.9. Visão de síntese

As teorias da localização procuraram explicar as razões pelas quais as empresas investem no estrangeiro, enquanto que as teorias baseadas nas imperfeições dos mercados encontraram nas vantagens específicas o seu principal factor explicativo. A teoria da internalização, que realça o papel da multinacional enquanto agente mais eficiente que o mercado, permitiu a identificação de uma "vantagem invisível" (a capacidade de gestão) partindo de vantagens visíveis (capital, técnicas de gestão), significando que uma empresa internaliza os mercados imperfeitos até que o custo dessa internalização ultrapasse os benefícios.

Dunning com a teoria eclética foi o primeiro candidato a uma teoria geral do IDE, através do paradigma OLI, que retomou os três tipos de vantagens associadas à multinacionalização, descritos nas teorias anteriores: "O" (vantagens de propriedade), "L" (vantagens de localização) e "I" (vantagens de internalização).

O crescimento nos anos oitenta das estratégias de aliança e de cooperação entre empresas marca uma nova tendência das formas de investimento, e neste quadro, a interacção entre

os factores da oferta e da procura nas decisões de IDE foi explorado teoricamente por *Mucchielli* através da teoria sintética, cuja aplicação mais importante residiu na DIPP - decomposição internacional do processo produtivo (a produção de partes diferentes do produto em diversos países).

Um contributo teórico curioso aqui apresentado foi o proposto pela teoria do desequilíbrio de *Moon e Roehl*, que numa visão alternativa, explicam o IDE através do desequilíbrio verificado entre factores deficitários e excedentários na carteira das empresas. Por fim, *Dunning* em 1995, sensível à emergência de novas formas de investimento internacional, baseadas num "capitalismo de alianças", sugere a reformulação do paradigma OLI, adicionando novas variáveis à sua formulação teórica inicial.



II.3. A EVOLUÇÃO DOS FLUXOS DE IDE

Este capítulo destina-se a descrever em termos evolutivos os principais fluxos e aspectos complementares relacionados com o IDE.

II.3.1. Evolução global dos fluxos de capitais

O Quadro 13 ilustra a estrutura dos fluxos de capital de longo-prazo no período 1978-93, representados através da média de três sub-períodos:

Quadro 13: Composição dos fluxos líquidos de capitais privados de longo-prazo

	1978-81	1982-89	1990-93
1. Quanto ao tipo de instrumento			
1.1. IDE	18.0	38.7	47.6
1.2. Investimentos de carteira (part. capital)	0.1	2.3	20.1
1.3. Investimentos de carteira (dívida)	3.3	7.6	17.8
1.4. Outros fluxos de dívida	78.7	51.4	14.5
2. Quanto à natureza dos fluxos			
2.1. Participações de capital (1.1.) + (1.2.)	18.1	41.0	67.7
2.2. Dívida (1.3.) + (1.4.)	81.9	59.0	32.3
3. Por sectores			
3.1. Sector privado	38.3	40.7	83.4
3.2. Sector público	61.7	59.3	16.6

Fonte: Banco Mundial (*World Debt Tables 1994-95*), cf. *Fernandez-Arias e Montiel (1996)*. Valores em percentagem.

O período 1978-81 caracterizou-se pela entrada maciça de capitais privados para o financiamento do sector público de alguns PVD (sobretudo de África e da América Latina), originários dos bancos comerciais do Norte, com um peso ainda reduzido do IDE face aos fluxos totais. Após a crise da dívida do início da década, começam a ganhar importância crescente os fluxos "não-dívida", sendo já no período 1982-89 o sector privado o principal destino dos fluxos globais de capitais.

A década de noventa marca decisivamente a viragem, com uma quebra acentuada dos instrumentos de dívida face aos instrumentos de capital, nomeadamente o IDE que se assume isoladamente como a principal componente dos fluxos privados totais (47.6% entre 1991 e 1993). Assiste-se igualmente ao aumento do peso das participações de capital face aos fluxos de dívida (decorrente das estratégias de aliança referidas no capítulo anterior), bem como à supremacia do sector privado enquanto destino privilegiado para os capitais externos⁴⁹.

⁴⁹ Estes resultados são consistentes com os por nós descritos no Quadro 2 (capítulo I.2.), referentes aos PVD.

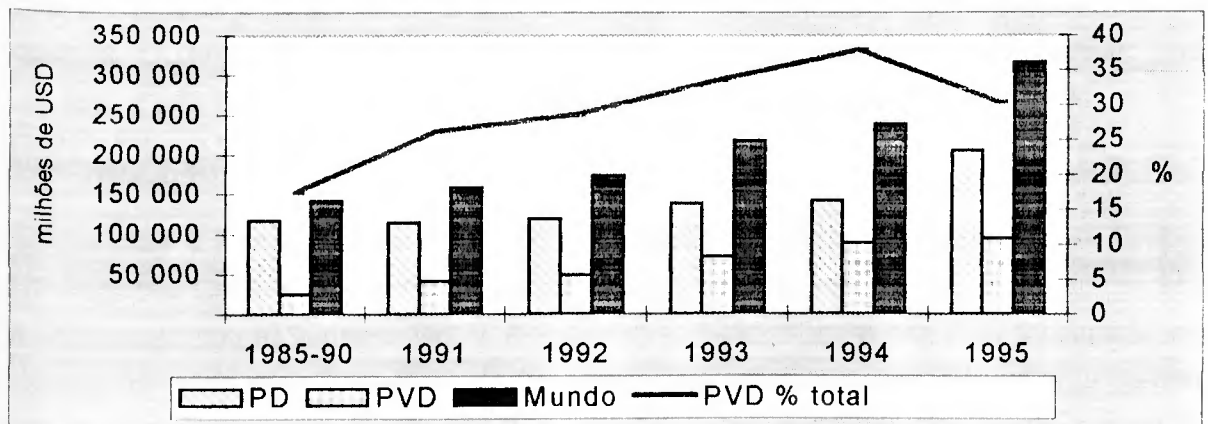
II.3.2. Evolução global dos fluxos de IDE

Em 1996, último ano com valores totalmente apurados, os fluxos de IDE atingiram valores históricos, representando as entradas 349 mil milhões de USD e as saídas 347 mil milhões de USD. De acordo com a UNCTAD (1997), existiram, nos últimos vinte anos, três períodos de forte expansão do IDE:

- 1979-81: expansão verificada após o segundo choque petrolífero, tendo como principais receptores os países produtores de petróleo e como principais investidores os EUA, o Reino Unido e a Holanda;
- 1986-90: expansão que teve como base a liberalização generalizada do IDE, o forte crescimento económico de alguns PVD (sobretudo na Ásia) e os progressos verificados ao nível dos transportes e telecomunicações, permitindo às empresas uma melhor gestão das actividades das filiais. Os países desenvolvidos lideraram o processo enquanto maiores receptores do fluxos globais (embora a China tenha emergido como o maior receptor a nível individual entre os PVD), e as fusões e aquisições representaram a principal forma de IDE;
- desde 1995: período caracterizado pela expansão assimétrica do IDE, com a China e os EUA a absorverem cerca de um terço das entradas totais em 1995-96. As fusões e aquisições representaram 78% dos fluxos gerais em 1996. Em termos estruturais, o *stock* mundial de IDE elevou-se a 3 200 mil milhões de USD, face a 1 000 mil milhões registados em 1987, devido ao papel das 44 508 multinacionais existentes e respectivas filiais, estimadas em cerca de 280 000.

A Figura 2 apresenta as entradas IDE para o período 1985-95, podendo verificar-se uma progressão constante dos fluxos totais, bastante acentuada entre 1994-95, atingindo 317 mil milhões de USD em 1995. Os países desenvolvidos mantêm-se como os principais receptores (65% em 1995) embora tenham vindo a perder peso para os PVD, que apresentaram taxas de crescimento superiores, permitindo que a sua ponderação nos influxos totais atingisse 30.4% em 1995, contra uma média de 17.4% entre 1985 e 1990.

Figura 2: Entradas de IDE

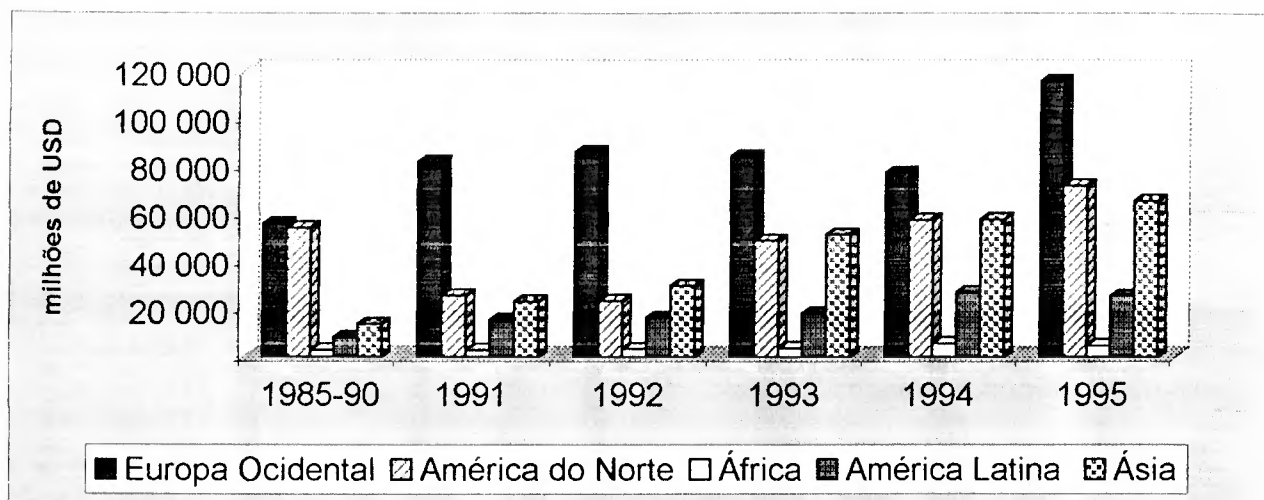


Fonte: UNCTAD (1997). "PD" são países desenvolvidos e "PVD" são países em desenvolvimento.

II.3.3. Repartição geográfica dos fluxos de IDE

A Figura 3 mostra a distribuição geográfica das entradas de IDE por regiões, destacando-se a Europa Ocidental como o principal destino do IDE mundial (116 mil milhões de USD em 1995, representando 36.5% do total nesse ano). A União Europeia (UE) contou com 96% dos influxos da região em 1995 (e 35% do total mundial nesse ano), destacando-se em termos individuais a França (21% da UE em 1995) e o Reino Unido (20% da UE em 1995).

Figura 3: Repartição geográfica das entradas de IDE



Fonte: UNCTAD (1997).

A América do Norte representa o segundo bloco regional mais importante nas entradas de IDE (22.6% em 1995), seguido pela Ásia com 20.6%. No entanto, o bloco asiático foi aquele que mais cresceu entre 1985 e 1995, passando de um peso de 9.5% no total mundial entre 1985-90 para os referidos 20.6% em 1995. Em termos individuais, os Estados Unidos representaram 85% do IDE recebido pela América do Norte em 1995, e 19.2% dos influxos mundiais de IDE em 1995, apresentando-se como o maior receptor individual de IDE do Mundo (e também o maior investidor, como veremos mais à frente).

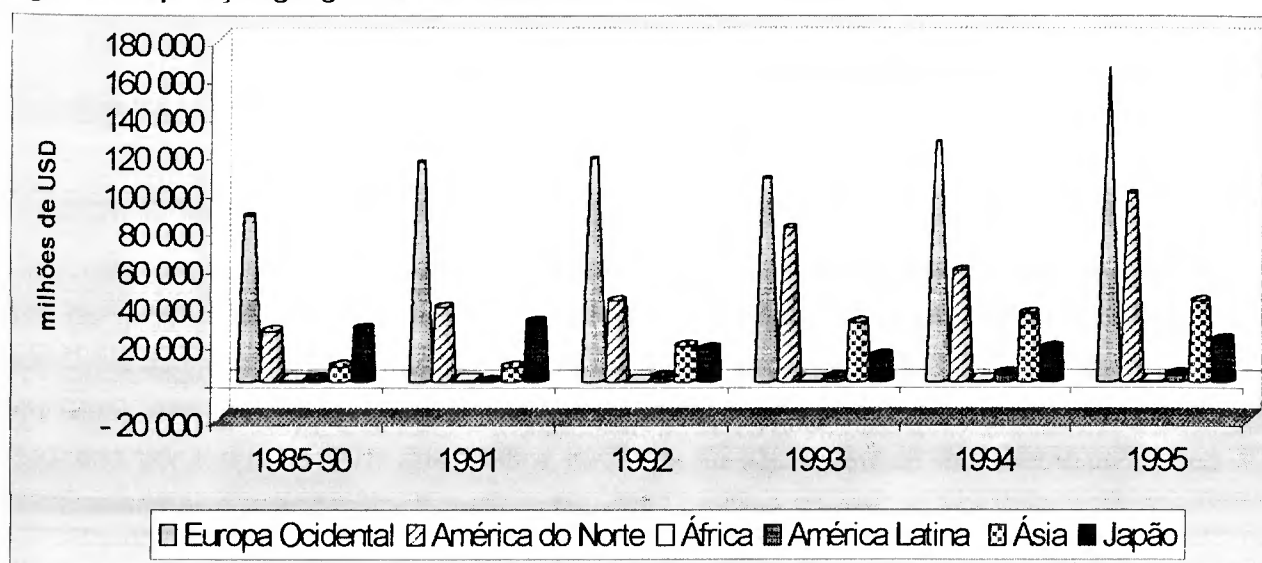
A América Latina viu nos últimos anos o seu peso nos influxos mundiais de IDE passar de 5.7% entre 1985 e 1990 para 8% em 1995, posicionando-se em quarto lugar em termos regionais. O continente africano, mantém-se como a região que menos IDE recebe, tendo inclusive o seu peso nos influxos mundiais sofrido uma redução (2% entre 1985 e 1990 contra 1.5% em 1995).

Por seu lado, a Figura 4 apresenta o IDE por "região investidora", encontrando-se também aqui a Europa Ocidental na primeira posição, representando 48% do IDE investido em 1995 (a UE representou 91% desse valor). A segunda posição regional em 1995 é ocupada pela América do Norte com 29% do total, dos quais 94% se devem aos EUA, que em termos individuais representaram 27.4% do IDE mundial investido em 1995. No entanto, o peso dos EUA e da América do Norte até 1990 ficou abaixo do Japão, que mesmo em 1995 contribuiu

em termos individuais com 6.6% para o IDE investido mundialmente. O Japão ocupava em 1995 a quinta posição individual com 22.5 mil milhões de USD, depois dos EUA (primeiro, com 92 mil milhões), Reino Unido (segundo, com 42.3 mil milhões), Alemanha (terceiro, com 34.9 mil milhões) e *Hong Kong* (quarto, com 25 mil milhões).

A Ásia (à excepção do Japão), tal como nos blocos receptores, é também a terceira região que mais investe no exterior, tendo o seu peso no total mundial crescido de 5% entre 1985 e 1990 para 12.5% em 1995. O peso de África e da América Latina é ainda mais marginal na posição de investidores - em 1995, o IDE investido por aquelas duas regiões representou apenas 0.2% e 1.2% do total, respectivamente.

Figura 4: Repartição geográfica das saídas de IDE



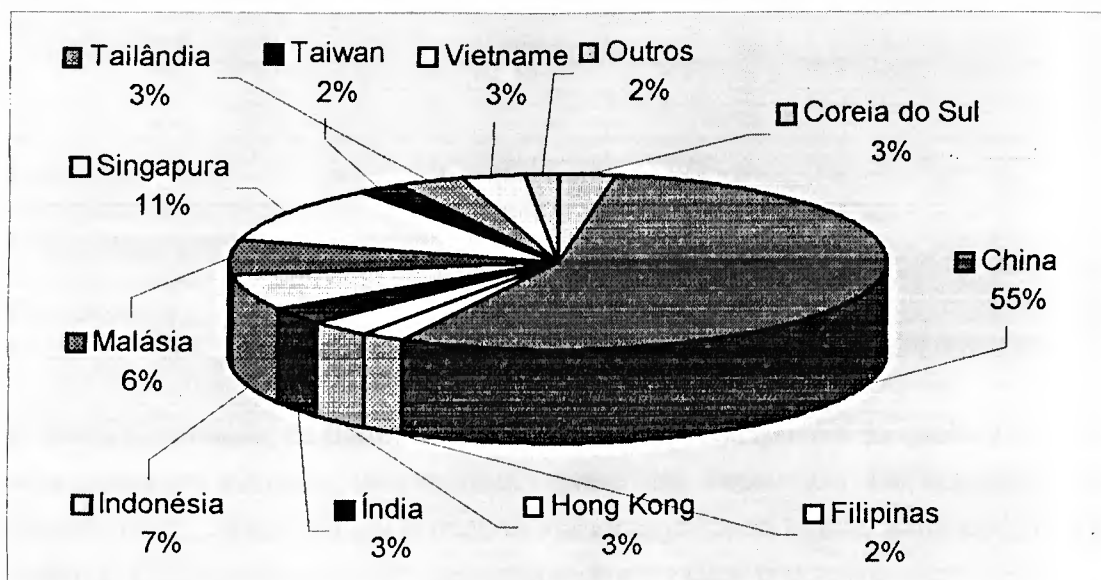
Fonte: UNCTAD (1997).

II.3.3.1. O caso asiático

Com cerca de 65.2 mil milhões de USD, os países da Ásia do Sul, do Leste e do Sudeste Asiático receberam em 1995 mais de dois terços dos influxos mundiais de IDE para os PVD, emergindo definitivamente como uma das mais importantes áreas de captação de IDE, seguramente a que mais cresceu neste campo nos últimos dez anos (em 1991, os influxos desta zona foram de 21.2 mil milhões de USD, representando já 50% do IDE para os PVD, tendo esse valor mais que triplicado entre 1991 e 1995).

Cerca de 55% do IDE que entrou na região em 1995 encontrou a China como destino, que em termos individuais é o maior receptor de IDE dos PVD, e o segundo maior receptor mundial, com 35.8 mil milhões de USD em 1995. Na região asiática, Singapura é o segundo maior receptor de IDE, com quase sete mil milhões de USD em 1997. A Figura 5 permite ver a repartição por país do de IDE captado na Ásia (excepto Japão), em 1995:

Figura 5: Distribuição dos influxos de IDE na Ásia



Fonte: UNCTAD (1997).

De acordo com a UNCTAD (1997), o IDE intra-regional mantém-se como a principal fonte de IDE da região, com um peso de cerca de 40%, situação para a qual muito contribuiu a economia de *Hong Kong*, o maior investidor da região (com cerca de 25 mil milhões de USD em 1995), com um peso de 59% do IDE realizado por toda a Ásia em 1995, de 53% no IDE realizado por todos os PVD em 1995 e de 7.4% no IDE investido mundialmente, sendo como referimos o quarto maior investidor mundial.

II.3.4. Importância económica do IDE

A década de noventa ficou como vimos marcada pelo crescimento acelerado dos fluxos de IDE, cuja contribuição para o crescimento é cada vez mais importante. O Quadro 14 compara o peso do IDE líquido na formação bruta de capital fixo (FBCF) e no PIB, reflectindo, a nível mundial, uma importância cada vez maior do IDE no investimento bruto mundial (o seu peso mais que triplicou em 16 anos) e na riqueza criada (onde a ponderação praticamente duplicou).

Em termos geográficos, o destaque vai para a *Ásia do Leste e Pacífico*, onde o IDE representa mais de 10% da FBCF e 4% do PIB da região (em 1996), ultrapassando todas as restantes regiões.

Quadro 14: Peso do IDE na FBCF e no PIB mundiais

	% da FBCF		% do PIB	
	1980	1996	1980	1996
Ásia do Leste e Pacífico	1.1	10.4	0.4	4.0
Europa e Ásia Central	0.1	5.7	0.0	1.3
América Latina e Caraíbas	3.4	10.4	0.8	2.1
Médio Oriente e Norte de África	3.1	3.3	0.7	0.7
Ásia do Sul	0.4	2.9	0.1	0.7
África Sub-Saariana	0.0	6.0	0.0	1.1
Total dos países de rendimento baixo e médio	0.8	8.5	0.2	2.2
Total dos países de elevado rendimento	2.9	5.4	0.7	0.9
Total mundial	2.3	8.1	0.6	1.1

Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators* (1998). Os dados dizem respeito a fluxos líquidos de IDE.

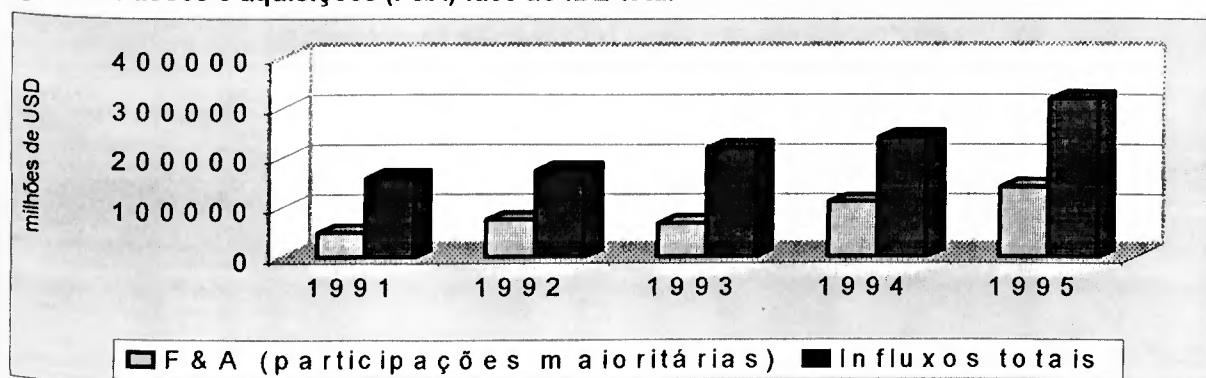
Tal como o comércio, as barreiras comerciais e os fluxos globais de capitais, também o IDE surge como um indicador da integração global das economias. De acordo com o Banco Mundial (1998), Singapura é a economia mais integrada do Mundo tomando como indicador o peso do IDE bruto face ao PIB, apresentando este rácio uns expressivos 17.5%.

II.3.5. Principais formas de entrada

Ao contrário do verificado nas décadas de cinquenta e sessenta, onde os investimentos de raiz (*greenfield investments*) representavam a principal forma de entrada do IDE, a partir da década de oitenta as *fusões e aquisições* (F&A) passaram a ocupar um lugar cada vez mais importante: nos EUA, entre 1990 e 1994, apenas 55% dos projectos de IDE americanos foram *greenfield investments*, contra 62% entre 1951 e 1960.

A Figura 6 relaciona o total das fusões e aquisições (F&A) com os influxos globais de IDE entre 1991-95 (apenas estão consideradas as vendas que deram lugar a participações maioritárias por parte dos investidores externos). Dos cerca de 49 mil milhões de USD em 1991 (30.8%), passamos a observar valores de 141 mil milhões de USD em 1995, representando as F&A nesse ano 44% dos influxos mundiais de IDE. Se tomarmos em consideração todas as vendas ao abrigo de operações de F&A (posições maioritárias e minoritárias), esta forma de entrada representou 75% dos influxos em 1995.

Figura 6: Fusões e aquisições (F&A) face ao IDE total



Fonte: UNCTAD (1997).

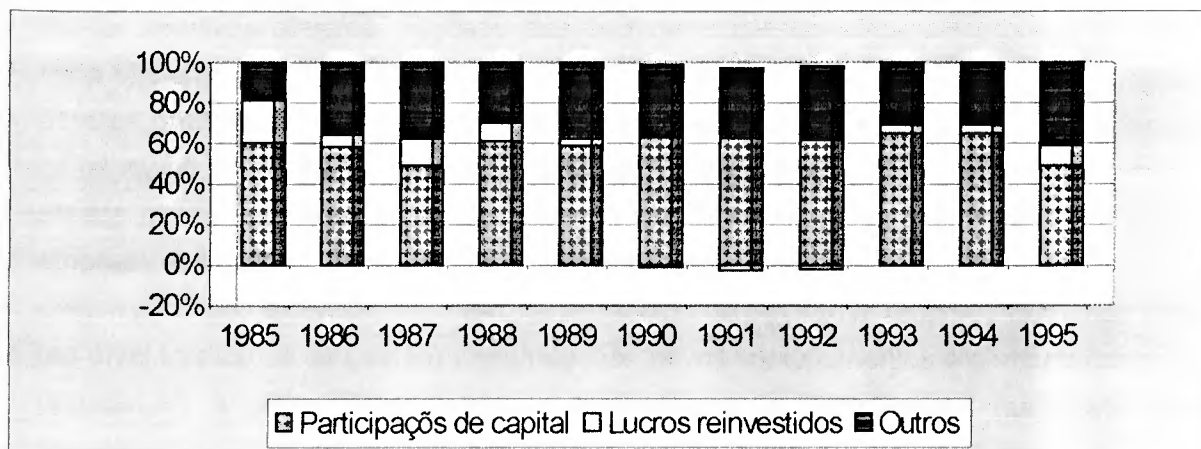
A maior parte das F&A realizadas em 1995 ocorreram no sector terciário (46%), contra 44% do sector secundário e 10% do sector primário. Em termos individuais, as indústrias mais representativas de ocorrência de IDE através de F&A foram em 1995 a química (26.4 mil milhões de USD), as "minas e o petróleo" (21.4 mil milhões de USD) e a "alimentação, bebidas e tabaco" com 16.4 mil milhões de USD.

II.3.6. IDE por tipo de componente

Os lucros reinvestidos, negativos entre 1990 e 1992 devido às dificuldades operacionais das multinacionais a trabalhar nos países desenvolvidos, representaram 10% dos influxos totais de IDE em 1995, devido à fase de crescimento económico verificada a nível mundial a partir de 1993. A importância das participações de capital face às restantes componentes do IDE (sobretudo empréstimos inter-empresas) também cresceu nos últimos anos, devido à importância crescente das fusões e aquisições enquanto forma de entrada do IDE.

Enquanto que os lucros reinvestidos e as participações de capital são particularmente sensíveis ao ambiente económico dos países onde se localiza o IDE, os empréstimos inter-empresas são também afectados pela situação do país de origem. A diminuição das taxas de juro em 1995 face aos valores registados no início da década, pode explicar o aumento que, desde aí, esta componente registou nos influxos globais de IDE. A Figura 7 mostra a distribuição das componentes do IDE (influxos) em termos evolutivos, no período 1985-95:

Figura 7: Repartição dos influxos mundiais de IDE



Fonte: UNCTAD (1997).



II.4. IDE E DESENVOLVIMENTO

Pretendemos neste capítulo chamar a atenção para as implicações do IDE em termos de eficiência e de crescimento dos países receptores. Contudo, porque a análise não estaria completa sem perceber as implicações do IDE para a economia dos países investidores, dedicamos uma parte do capítulo a essa questão. Por fim, serão abordadas as questões relacionadas com o papel da tecnologia na relação IDE-crescimento, bem com a forma como o IDE poderá servir de factor de integração entre os países.

II.4.1. Implicações do IDE para os países receptores

A presença de multinacionais num país tem associado um conjunto de efeitos positivos e negativos na economia. Devido à dificuldade na medição das externalidades causadas pelo IDE, não é possível afirmar com objectividade que a magnitude de um tipo de efeito é superior ao outro, e vice-versa.

Graham (1995), avançou com um conjunto de efeitos positivos (*spillovers*) associados à transferência de tecnologia e de outros activos intangíveis, que conduzem normalmente a ganhos de produtividade, através de uma maior eficiência na utilização dos recursos, originando em última instância um aumento do PIB *per capita*. Os *efeitos positivos* podem ser divididos em três tipos:

- *efeitos positivos directos*, no caso das multinacionais conseguirem produzir de forma mais eficiente que as empresas locais, ou se transferirem tecnologia ou outros activos para os produtores, distribuidores e outros agentes locais, com os quais a multinacional se relacione, aumentando a produtividade destes últimos;
- *efeitos positivos indirectos*, decorrentes do aumento de competição que a entrada da empresa estrangeira poderá trazer a um sector específico;
- *efeitos positivos externos*, no caso da multinacional empregar recursos humanos locais (ao nível técnico ou de gestão) transmite-lhes novos conhecimentos e competências, que poderão vir a utilizar caso deixem a multinacional e “embarquem” numa actividade própria.

Por seu lado, os *efeitos negativos* podem ser directos ou indirectos:

- *efeitos negativos directos*, que poderão advir do poder de mercado da multinacional, e sobretudo da utilização desse poder para gerar lucros acima da média, os quais são posteriormente transferidos para os accionistas, que são sobretudo agentes económicos residentes no exterior;

- *efeitos negativos indirectos*, que decorrem da utilização do poder de mercado das multinacionais no sentido de influenciar as decisões políticas do país receptor, induzindo a classe política a conceder-lhes subsídios directos ou indirectos, ou a alterar políticas predefinidas no que respeita a importações ou exportações. As acções levadas a cabo pelo governo em virtude da “pressão” exercida pelas multinacionais podem contrariar alguns objectivos nacionais e eventualmente ter consequências nefastas para economia.

Não existem, como referimos, razões objectivas que permitam afirmar qual dos dois tipos de efeitos é dominante. O debate teórico em torno desta questão tem sofrido algumas evoluções: nos anos setenta, sobretudo nos PVD, existia a ideia mais ou menos generalizada que os efeitos negativos eram superiores, embora na década de noventa a posição seja inversa, tentando os PVD captar o maior “fatia” possível do IDE mundial. Os EUA, defenderam até ao final da década de oitenta a supremacia dos efeitos positivos, mas quando o nível de IDE entrado no país começou a subir em flecha, algumas opiniões inflectiram a posição inicial, passando a existir medidas restritivas em determinados sectores de actividade.

Uma *proxy* muito utilizada na *medição dos efeitos negativos* associados ao IDE parece residir no grau de concentração das indústrias, isto é, em que medida as multinacionais contribuem para aumentar esse grau de concentração. A evidência empírica não é uniforme a esse respeito: segundo *Graham* (1995), a correlação econométrica entre concentração industrial e existência de multinacionais (medida pelo R^2) não se aproxima de 1, enquanto que outros trabalhos revelaram um decréscimo do grau de concentração decorrente do IDE entre 1962 e 1982, e um acréscimo a partir de finais dos anos oitenta. A maioria dos estudos, revela no entanto, que nos últimos vinte anos existiu uma tendência para que sectores com presença de IDE vissem aumentado o seu grau de concentração.

Contudo, não está provado que o aumento da concentração industrial implique um aumento do poder de monopólio (reside aqui o eixo dominante da análise). Existem situações em que a elevada competição numa indústria produz um resultado menos eficiente face a um maior grau de concentração (por exemplo, a concentração decorrente da abertura do sector ao IDE, racionalizando-se a oferta doméstica como resposta aos concorrentes externos, pode aumentar a competição interna). Por outro lado, uma quebra da concentração industrial não implica necessariamente uma redução do poder de monopólio: numa indústria em que a tendência global vá no sentido de uma maior diferenciação do produto, existem situações em que se torna mais eficiente existir apenas um (ou um número reduzido) de produtores.

Outra *proxy* utilizada na medição dos efeitos negativos tem a ver com o estudo da rentabilidade das multinacionais, e a sua possível ligação com o poder de monopólio. Também aqui se experimentam dificuldades de medição, no sentido de que as multinacionais podem transferir lucros entre filiais ou deslocalizar a produção para outros

locais, sendo por isso difícil determinar o grau de rentabilidade do IDE num determinado país.

Por outro lado, mesmo que fosse possível captar com exactidão essa rentabilidade, seria necessário analisar o grau de utilização dos factores produtivos, na medida em que as multinacionais tendem a produzir um *output* mais intensivo em capital que as empresas locais, e por isso tendem igualmente a ser mais rentáveis. Neste sentido, a generalidade dos estudos sobre as consequências negativas do IDE para os países receptores são inconclusivos.

Relativamente à *medição dos efeitos positivos* associados ao IDE, a evidência empírica (baseada em estudos de eficiência técnica) revela a existência de efeitos positivos directos associados ao IDE. Estes *spillovers*, prendem-se com a maior produtividade (global e do factor trabalho) das multinacionais, e com o facto destas se relacionarem com clientes e fornecedores locais, aumentando a eficiência destes últimos.

Existem também efeitos positivos do IDE sobre as empresas rivais (locais), actuando o IDE como um estímulo ao incremento da eficiência técnica por parte das empresas locais. Estes efeitos relacionam-se sobretudo com os avanços tecnológicos possibilitados ao país receptor. Embora os estudos revelem que as actividades de I&D das multinacionais são realizadas sobretudo no seu país de origem, os PVD beneficiam, via comércio da difusão da inovação tecnológica, dado existir uma forte correlação entre comércio e IDE.

Em suma, a evidência descrita por *Graham* (1995), parece suportar a hipótese de que o IDE traz benefícios líquidos ao país receptor (o saldo é portanto favorável aos efeitos positivos), essencialmente associados à transferência de tecnologia e a activos intangíveis, como mudanças de mentalidade e aperfeiçoamento de técnicas. Os efeitos negativos, sobretudo associados ao poder de monopólio, não foram comprovados empiricamente.

Uma última questão ligada à medição dos efeitos (que será retomada no ponto seguinte) prende-se com a diminuição da poupança disponível para os PVD, devido ao IDE. De facto, embora o IDE reduza a poupança internacional disponível (com implicações negativas para a formação de capital e para o crescimento), essas implicações são mais que superadas pelo acréscimo de produtividade trazido pelo IDE (via transferência tecnológica), que possibilita um aumento da poupança interna superior ao decréscimo da poupança internacional. Este efeito é denominado por *Graham* (1995), como um *círculo virtuoso*, onde o contributo do IDE para os PVD é, em termos líquidos, positivo. A importância da tecnologia no desenvolvimento dos PVD será abordada no ponto 3 deste capítulo.

II.4.2. Implicações do IDE para os países investidores

As primeiras preocupações sobre o efeito do IDE nos países investidores foram desenvolvidas por *Goldfinger* em 1971, relacionadas com a questão do desemprego: argumentava-se que o IDE tinha implicações negativas no emprego dos países investidores. Para *Graham* (1995), este argumento está enviesado, na medida em que o nível de desemprego é determinado pelas condições macro-económicas dos países e não pelo IDE. Segundo o autor, o enfoque deverá ser colocado na forma como o IDE pode influenciar a *qualidade do emprego*. Neste contexto, emergem três questões fundamentais:

1. De que forma poderá ser afectada a procura interna de mão de obra qualificada nas indústrias onde se fez IDE, isto é, pode o IDE levar à reafecção do emprego (passando os trabalhadores para outras indústrias onde os salários são menores) ou à redução da procura de trabalho nessas indústrias?
2. Poderá o IDE reduzir a formação de capital dos países investidores, isto é, o IDE poderá implicar uma taxa de crescimento da produtividade inferior ao que sucederia numa situação em que não tivesse ocorrido IDE?
3. Qual a relação entre IDE e a taxa de inovação tecnológica do país investidor?

Para se analisar convenientemente a *primeira questão*, será necessário entender de que forma as competências dos trabalhadores são totalmente transferíveis para outras indústrias, mas sobretudo importará perceber se IDE e comércio internacional são substitutos ou complementares. No caso do aumento do IDE levar à diminuição das exportações, IDE e exportações são substitutos, enquanto que se o aumento do IDE levar ao aumento das importações de bens da mesma indústria, IDE e importações são complementares (exclui-se a hipótese pouco provável de aumentos de IDE conduzirem a diminuição das importações).

A evidência parece mostrar que aumentos de IDE conduzem ao aumento das importações e das exportações intra-indústria, pelo que IDE e comércio tendem a ser complementares. Essa evidência não conseguiu, no entanto, provar a relação entre o aumento do IDE e a diminuição da procura de trabalho, embora o efeito do IDE na composição sectorial do trabalho seja positivo, devido à complementaridade entre IDE e exportações (dado que à partida os sectores exportadores poderão criar trabalho mais bem remunerado que os restantes). Em suma, o aumento de IDE, tão só parece não provocar uma diminuição da procura de trabalho nas indústrias em causa, como melhora em geral a remuneração deste factor, sobretudo nas indústrias exportadoras.

Relativamente à *segunda questão*, os efeitos do IDE na formação de capital dos países investidores dependem dos fluxos internacionais de capitais gerados pelo próprio IDE, os quais por sua vez têm implicações na poupança disponível para investir. Se tomarmos que o

investimento é igual à poupança ($I=S$), bem como o facto da variação do investimento ser igual à variação da poupança, então, a saída de uma unidade de IDE implicaria a diminuição da mesma unidade de poupança disponível internamente. No entanto, o IDE gera uma quantidade de fluxos internacionais de capitais, tais como a transferência de lucros das filiais para a casa-mãe, assim como pode alterar o pagamento de impostos das multinacionais no seu país de origem.

Embora os estudos realizados tenham apresentado dificuldades na medição, é possível concluir que no longo prazo o efeito das saídas de IDE sobre a formação de capital do país investidor seja positivo. Esta conclusão baseia-se no facto de que as multinacionais, ao investirem no exterior, esperam rentabilidades líquidas positivas, e logo, no longo prazo, os capitais que afluirão ao país devido a esse facto, mais que compensarão as saídas iniciais de capital.

O efeito positivo do IDE na formação de capital do país investidor poderá ainda encontrar uma justificação adicional, se tomarmos o raciocínio inverso, baseado nas entradas de IDE. Se está provado que as entradas de IDE levam no longo prazo à diminuição da poupança internacional disponível (o círculo virtuoso referido na secção anterior), então as saídas de IDE deverão conduzir no longo prazo ao aumento das poupanças internacionais disponíveis para o país investidor, com efeitos positivos para a formação de capital desse país.

Por fim, a *terceira questão* parece ser a de mais fácil resposta, já que a maioria dos trabalhos mostra uma relação positiva entre as saídas de IDE e o aumento da actividade interna de I&D. O IDE aumenta a dimensão do mercado potencial para as empresas inovadoras, que assim tendem a aumentar o investimento em actividades de I&D, as quais são essencialmente realizadas nos países investidores (onde se situam as sedes das multinacionais). Por outro lado, o aumento de competição entre empresas multinacionais gera por si só uma maior propensão à inovação no país de origem.

II.4.3. O impacto do IDE no desenvolvimento: uma perspectiva tecnológica

A difusão da inovação tecnológica tem um papel fundamental no desenvolvimento dos PVD, devido aos ganhos de produtividade que possibilita, aos quais está associado um maior crescimento económico, e (por vezes) o aumento (homogéneo) do bem estar social. *Borenstein et al.* (1995) referem que contrariamente à teoria do crescimento de *Solow*, a literatura recente encontra uma elevada dependência entre as taxas de crescimento das economias menos desenvolvidas e o "estado da arte" da tecnologia local, comparativamente à tecnologia existente no resto do Mundo.

A difusão da inovação (de ideias e de tecnologia) processa-se através de vários canais, como a importação de produtos de elevado valor, a aquisição de tecnologias externas ou de capital humano. No entanto, os autores consideram ser o IDE o canal privilegiado para os PVD acederem a tecnologias avançadas, na medida em que as multinacionais tendem a ser as empresas tecnologicamente mais avançadas, e aquelas que mais despesas fazem em I&D.

Borenstein et al. (1995) estudaram, através de um modelo econométrico utilizando regressões *cross-country* para sessenta e nove PVD, entre 1970 e 1989, o papel do IDE no processo de difusão tecnológica e no crescimento das economias. Os resultados obtidos levaram a duas conclusões principais:

1. o IDE tem um efeito globalmente positivo no crescimento económico, embora a magnitude desse efeito dependa do *stock* de capital humano disponível no país receptor;
2. o IDE tem um efeito positivo no investimento doméstico, devido à proliferação de actividades complementares aos projectos de IDE.

A primeira conclusão, de extrema importância, prende-se com o facto do sucesso da introdução de tecnologias avançadas necessitar de um nível suficiente de capital humano, funcionando a qualidade desse capital humano como um factor limitador da capacidade de absorção do progresso técnico pelos PVD. Esta conclusão vai de encontro à visão de muitos teóricos do desenvolvimento que colocam nos recursos humanos o enfoque do processo de desenvolvimento (os recursos humanos são aliás indicados como o principal factor de sucesso das economias do sudeste asiático).

A segunda conclusão significa que o IDE tem um efeito de *crowding-in* no investimento doméstico (isto é, o aumento de uma unidade de IDE tem associado um aumento do investimento doméstico superior a uma unidade), decorrente do aumento de competição. A presença de multinacionais favorece a expansão das empresas locais, devido aos ganhos de produtividade decorrentes dos *spillovers* associados à difusão de tecnologias mais avançadas. Assim, para além de contribuir para o aumento do progresso técnico, o IDE incrementa ainda a acumulação de capital no país receptor.

Um último aspecto tem a ver com o facto da relação entre "entrada de IDE" e "transferência de tecnologia avançada para os PVD" não ser linear. Existem *distorções*, decorrentes da actuação governamental, que fazem com que o IDE nem sempre resulte em ganhos de eficiência para o país receptor. A literatura aponta dois tipos principais de *distorções*: i) *distorções* causadas por políticas proteccionistas (em que o IDE é a única forma de aceder a um determinado mercado, embora em situações "normais", a decisão da empresa seria exportar) e; ii) *distorções* provocadas por incentivos governamentais ao IDE, os quais, tendo como objectivo o aumento das reservas em divisas ou o desenvolvimento de um

determinado sector, conduzem a entradas de IDE em condições de eficiência sub-óptimas, face a uma situação isenta de distorções.

II.4.4. IDE como factor de integração das economias: o caso asiático

O principal factor por detrás do dinamismo económico evidenciado pelas economias asiáticas tem a ver com a crescente integração dessas economias no mercado mundial, permitindo à região duplicar em vinte anos a sua quota no comércio mundial.

Os principais agentes deste processo de integração são as empresas, através da sua produção e investimentos realizados. Os investidores externos assumem um papel fundamental dada a sua influência nos fluxos internacionais de comércio, capital e *know how*.

A importância crescente da Ásia nos fluxos de IDE (como vimos no capítulo II.3.) decorreu em grande parte do IDE intra-regional, que já em 1992 representava cerca de 65% do IDE realizado na China e nos países da ASEAN⁵⁰. Este movimento iniciou-se com o Japão que durante muitos anos foi o principal investidor nos países da região, cedendo gradualmente lugar aos *novos países industrializados do sudeste asiático* (NPI⁵¹), com destaque para *Hong Kong*. O fortalecimento dos NPI no IDE intra-regional deve-se na opinião de *Borrmann e Jungrnickel* (1992) aos seguintes factores: a) experiência na utilização de tecnologias intermédias; b) a capacidade de lançar rapidamente novos produtos; c) o conhecimento das principais fontes de *inputs* e a sua força de *marketing*.

A nova geração de IDE intra-regional não teve apenas efeitos ao nível da quantidade de IDE, mas também ao nível da qualidade, existindo alterações estruturais no sentido da diminuição do peso do IDE associado ao fornecimento de matérias-primas ou destinado aos mercados locais. Os efeitos do IDE no comércio são igualmente positivos, na medida em que os rácios de exportação das multinacionais nesses países estão acima da média nacional.

Enquadrado na lógica de alianças estratégicas descrita no capítulo II.2., cada vez mais o alcance do IDE vai para além das relações bilaterais entre país investidor e receptor, emergindo as *redes de produção* como parte da estratégia das multinacionais para a produção e venda a nível global (ao entrarem num país, as multinacionais estão conscientes de que terão acesso a um mercado regional, bastante vasto). No caso asiático, estas redes estratégicas estão sobretudo presentes nas indústrias eléctrica e electrónica (computadores, telecomunicações, etc...), automóvel, química e têxteis.

⁵⁰ Compreende a Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

⁵¹ Ou em inglês, *new industrialized countries* (NIC's), compreendendo *Hong Kong*, a Coreia do Sul, Singapura e *Taiwan*.

Para além da emergência das redes de produção, outra importante alteração qualitativa teve a ver com a *tendência de permanência do IDE*. A busca incessante de mão de obra barata tende a diminuir, verificando-se que em países como *Taiwan* e *Singapura*, onde se registou um aumento dos custos salariais, não ocorreu o fenómeno do desinvestimento. Entre os factores responsáveis pela diminuição do peso do factor trabalho contam-se os métodos de produção cada vez mais intensivos em capital e em tecnologia, bem como o desenvolvimento das técnicas de *marketing*.

As estratégias de investimento de longo prazo e o desenvolvimento de redes regionais de produção mostram que a (crescente) integração regional daquela região dependeu da presença do IDE. Sem o IDE, as empresas locais dificilmente permaneceriam nos mesmos mercados ou desenvolveriam outros.

De acordo com *Borrmann e Jungnickel (1992)*, foi a relação existente entre o sucesso das políticas macro-económicas, a estabilidade política e a liberalização das condições para o IDE que permitiu ao IDE liderar o processo de integração daquelas economias, potenciando o seu desenvolvimento. Para os autores, o aumento do IDE e os seus efeitos de integração foram o resultado de decisões de gestão e não, o resultado de um processo formal de integração (permitindo perceber qual a relação causa-efeito). O papel do IDE vai para além de um simples impulsor de ligações industriais, fomentando sobretudo a integração regional e por esta via, contribuindo duplamente para a cooperação económica e para o desenvolvimento

II.4.5. Conclusão

Pese embora o facto de parecer existir entre os economistas um "senso comum" do qual decorre a existência de um efeito positivo do IDE no crescimento e (melhor ainda) no desenvolvimento dos PVD, a medição desse efeito é como vimos difícil de efectuar, não havendo resultados completamente objectivos.

De uma maneira geral os efeitos positivos parecem prevalecer, quer na óptica dos países receptores quer na óptica dos países investidores, superando algumas "suspeitas" de efeitos negativos. A perspectiva tecnológica abordada permite verificar que a relação entre IDE e crescimento, embora positiva, está condicionada pelos recursos humanos existentes nos países receptores.

Em termos gerais, o IDE parece encerrar um conjunto de factores complementares que o distinguem de um "mero fluxo financeiro", explicando a importância do seu estudo para a economia do desenvolvimento.

II.5. IDE *versus* ENDIVIDAMENTO NUM CONTEXTO DE RISCO-PAÍS

O objectivo deste capítulo é verificar de que forma, num contexto de risco-país, IDE e crédito externo (complementado com licenciamento tecnológico, "conjunto" a que chamaremos de "dívida" ou "endividamento") se apresentam como formas alternativas à transferência de capital e tecnologia para os PVD, numa lógica de eficiência de mercado e de risco para os investidores externos, num contexto estratégico.

II.5.1. A nacionalização

Discutimos na Parte I do trabalho o risco-país e a sua implicação nos fluxos de dívida. Vamos neste capítulo centrar-nos em torno do risco-soberano associado ao IDE, para que possamos estabelecer a análise comparativa entre estes dois fluxos de capital, num contexto de risco-país.

Tal como os fluxos de dívida, também o IDE se encontra sujeito ao risco-país, que aqui se materializa essencialmente na nacionalização⁵² dos activos (que pode ou não incluir uma compensação monetária aos expropriados) e na "expropriação disfarça", caracterizada por medidas fiscais levadas a cabo pelo governo do país receptor, no sentido de captar os lucros gerados pelo IDE, retirando viabilidade económica ao projecto na óptica do investidor externo.

De acordo com *Cole e English* (1992), 11% do IDE realizado entre 1956 e 1972 foi nacionalizado sem qualquer compensação. Por seu lado, *Schnitzer* (1997), refere que entre 1960 e 1976 ocorreram 1 535 casos de violação dos direitos dos detentores de IDE por parte de governos de PVD, dos quais 50% tomaram a forma de nacionalização sem compensação, 32% foram vendas forçadas (nacionalização compensada) e os restantes 18% dominados por renegociações forçadas de contratos previamente estabelecidos⁵³.

Conforme referimos no capítulo I.3. a respeito do *default*, também no caso da nacionalização de bens estrangeiros por parte de um Estado soberano, não existem mecanismos legais capazes de compensar essa violação de propriedade⁵⁴, funcionando como sanção para o país a perda de reputação, que se poderá reflectir na diminuição ou

⁵² Uma definição de nacionalização foi já avançada no capítulo I.1.

⁵³ Note-se que este elevado nível de expropriação ocorreu mesmo no contexto da "guerra fria", onde várias vezes os governos dos países investidores intervieram em favor das suas multinacionais. Os Estados Unidos intervieram activamente na Guatemala em 1954, e impuseram o embargo comercial a Cuba em 1960. Apesar disso, casos como a nacionalização de toda a indústria do cobre por parte do governo chileno em 1960 não foram evitados.

⁵⁴ A este respeito deverá ler-se o trabalho de *J. Bulow e K. Rogoff* "A constant recontracting model of sovereign debt.", publicado no *Journal of International Economics*, Fevereiro de 1989, pp. 155-178. Para uma leitura sobre a problemática da imunidade soberana deverá consultar-se o trabalho de *L. Alexander* "Three essays of sovereign default and investment lending.", tese de Doutoramento apresentada em 1987 na Universidade de Yale.

cancelamento de futuras entradas de IDE, com consequências negativas para a acumulação de capital e para o crescimento económico.

De acordo com *Cole e English* (1992), é possível estabelecer uma tipologia dos custos e benefícios da nacionalização para o Estado soberano, conforme mostra o Quadro 15:

Quadro 15: Custos e benefícios da nacionalização

Benefícios da nacionalização	Custos da nacionalização
<ul style="list-style-type: none"> • controlo de recursos naturais como o petróleo, gás natural ou minérios, anteriormente explorados por multinacionais; 	<ul style="list-style-type: none"> • redução ou interrupção de futuras entradas de IDE, com consequências negativas ao nível do investimento doméstico e do crescimento;
<ul style="list-style-type: none"> • melhoria do bem-estar global da população, ao considerar-se que as empresas estrangeiras apenas buscam o seu próprio lucro; 	<ul style="list-style-type: none"> • produção em condições abaixo do óptimo, devido à falta de recursos humanos, manutenção especializada, dificuldades em fazer melhoramentos tecnológicos (inovações incrementais) e perda de canais de distribuição e <i>marketing</i>;
<ul style="list-style-type: none"> • no caso dos governos ideológicos (como os socialistas), a nacionalização permite uma melhor prossecução dos objectivos traçados; 	<ul style="list-style-type: none"> • gastos com indemnizações no caso da nacionalização compensada;
<ul style="list-style-type: none"> • aumento do consumo nacional no curto-prazo, devido ao aumento do <i>output</i> do sector público; 	<ul style="list-style-type: none"> • a necessidade de no futuro ter de adquirir capital ao exterior, ou produzir em condições sub-óptimas reflectir-se-à negativamente no nível de consumo futuro da economia;

Fonte: *Cole e English* (1992).

II.5.1.1. O comportamento dos agentes face à nacionalização

Apresentamos em seguida o modelo estratégico desenvolvido por *Cole e English* (1992), que ilustra as atitudes levadas a cabo pelos agentes envolvidos num processo de IDE.

Tomem-se os seguintes pressupostos simplificadores da análise:

- **P1:** São sempre aplicadas sanções em caso de nacionalização, que se traduzem pela perda de acesso a bens de capital e uma cessação total do IDE;
- **P2:** O país receptor de IDE não pode adquirir bens de capital directamente ao exterior, pelo que a cessação de IDE como reflexo da nacionalização traduz-se na diminuição do rácio capital-trabalho, e consequentemente na diminuição do produto *per capita* no longo-prazo;
- **P3:** O país (PVD) recebe IDE de um elevado número de pequenos investidores (multinacionais), de dimensão e graus de aversão ao risco idênticos;

- **P4:** Os agentes económicos do país receptor crescem a uma taxa constante (n), não fazem acumulação de capital, e consomem o capital trazido pelos investidores estrangeiros produzindo bens de consumo nacionais;
- **P5:** Os investidores externos têm vantagens em produzir no país receptor do IDE;
- **P6:** O governo do país receptor age sempre no sentido de maximizar o bem-estar dos agentes nacionais, pelo que os benefícios da nacionalização serão equitativamente distribuídos pela população;
- **P7:** Os agentes são racionais; pelo que os investidores estrangeiros não investirão num país onde já tenham ocorrido episódios de nacionalizações.

Tendo presente um comportamento estratégico dos agentes envolvidos, a decisão de investir dependerá daquilo que os investidores externos anteciparem poder vir a ser a acção do governo. Por seu lado, a decisão de nacionalizar depende do que o governo antecipa poderem vir a ser as acções dos investidores externos. Estamos perante um comportamento cooperativo, na medida em que, na ausência de mecanismos legais que impeçam a nacionalização, a ameaça de futuras sanções serve de elemento desencorajador à nacionalização.

Este modelo estratégico é um *jogo*, cujo equilíbrio ocorre quando os investidores externos investem capital suficiente de forma a que o rácio capital-trabalho *per capita* do país receptor se mantenha a um nível constante (k), até que ocorra a nacionalização. Após a nacionalização, o nível de consumo nacional está dependente do crescimento da população, pelo que:

- se a população não crescer, o incentivo à nacionalização é superior;
- se a taxa de crescimento populacional for elevada, o nível de consumo não melhorará com a nacionalização, decaído no longo-prazo. Dada a existência de sanções, a quebra esperada no nível de consumo *per capita* serve, *ceteris paribus*, como factor desincentivador à nacionalização.

Tomemos agora uma função de utilidade individual (u) do consumo (c) com uma aversão ao risco constante:

$$u(c) = (c^{1-\gamma} - 1) / (1 - \gamma)$$

em que o parâmetro γ determina a curvatura da função utilidade, e logo, o grau de aversão ao risco e a vontade de substituir intertemporariamente o consumo. Atendendo ao significado do parâmetro γ , a nacionalização poderá ocorrer por duas razões:

1. **Oportunismo** ($\gamma < 1$): quando a curvatura da função utilidade do agente típico do país receptor não é muito grande, o agente tem vontade em substituir de forma intertemporal o seu consumo futuro, pelo que o ganho de utilidade com a nacionalização é maior.

Neste caso, os governos são "oportunistas", pois nacionalizam quando o retorno do capital é elevado;

2. *Desespero* ($\gamma > 1$): quando a função de utilidade do agente típico apresenta uma maior curvatura, o agente é mais avesso ao risco e menos capaz de substituir o seu consumo em termos intertemporais. Neste caso, os governos são "desesperados" pois decidem nacionalizar porque o nível de consumo do seu país é muito baixo, e logo a utilidade marginal de unidades adicionais de consumo é muito elevada.

Atendendo ao segundo e quarto pressupostos enunciados, é possível afirmar que o custo da nacionalização é função do nível de investimento em períodos futuros. Neste sentido, o custo da nacionalização passará a ter duas vertentes: a) o governo não mais poderá nacionalizar pois nenhum IDE chegará no futuro ao país; b) após a nacionalização, o consumo doméstico decrescerá.

Nesta linha de raciocínio, *Cole e English* (1992) apontam uma *importante diferença entre fluxos de dívida e IDE*. Ao contrário da dívida, em que o aumento do *stock* aumenta a probabilidade de *default* (na medida em que serão necessários mais recursos para pagar a dívida), o aumento do IDE potencia a entrada de mais IDE. Esta é uma das razões apontadas pelos autores para explicar a concentração de IDE (por parte dos países do Norte) num número reduzido de países receptores⁵⁵.

De acordo com *Cole e English* (1992), as estratégias descritas para os investidores estrangeiros e para o governo receptor são *equilíbrios perfeitos de Nash*. No caso do investidor, após a nacionalização ele decide não mais investir pois sabe que o governo nacionalizará cada unidade adicional de IDE investido, sendo pois uma *resposta ótima*. Por seu lado, o governo ao saber que o investidor não mais voltará a investir no país, continuará a expropriar até à última unidade de IDE existente, constituindo também uma *resposta ótima*.

Uma última referência ao modelo desenvolvido por *Cole e English* tem a ver com a associação dos investidores numa estrutura de *cartel*. Para os autores, um *cartel* possibilita aos investidores escolherem com maior flexibilidade o nível de IDE num determinado país, comparativamente à actuação individual (uma só empresa), e o aumento de IDE que daí poderá advir mais que compensa a redução da produtividade marginal do capital, atendendo à diminuição da probabilidade de expropriação que se encontra associada à concentração de IDE.

⁵⁵ Em 1982, 73% do IDE norte-americano em PVD não produtores de petróleo, avaliado em 18 mil milhões de USD estava concentrado em quatro países (Argentina, Brasil, México e Venezuela).

Este modelo, ainda que partindo de pressupostos bastantes simplificadores, tem a vantagem de explicar de uma forma bastante simples as estratégias que serão levadas a cabo pelos dois principais agentes no processo de IDE face à nacionalização: a empresa multinacional e o governo do país receptor. *O risco-país, surge como elemento chave em toda a modelização*, que encontra na teoria dos jogos um enquadramento natural.

II.5.2. A "expropriação disfarçada"

Para além da nacionalização, o governo de um país receptor de IDE pode expropriar os interesses dos investidores estrangeiros de uma forma mais subtil, alterando as "regras do jogo" com o objectivo de transferir para si os lucros gerados pelo projecto, através do aumento de impostos, de tarifas à importação ou à exportação, ou aplicando impostos específicos: é este fenómeno que se entende por *expropriação disfarçada*⁵⁶.

A ameaça da alteração do regime fiscal, ou da imposição de impostos específicos com o objectivo transferir os lucros do IDE para a posse do Estado deve perceber-se à luz dos factores que condicionam o poder negocial da multinacional. Após a realização de avultados *sunk costs*⁵⁷, a posição negocial da multinacional não reflecte o seu esforço de investimento, na medida em que ela não consegue evitar que o governo se aproprie parcial ou totalmente dos lucros gerados no projecto.

Existem duas diferenças principais entre a nacionalização e a *expropriação disfarçada*. Em primeiro lugar, enquanto que nacionalização constitui uma grave violação dos direitos dos proprietários, à luz do direito internacional (assemelhando-se ao *default*, devendo por isso ser punida com sanções internacionais, ainda que indirectas, como embargos comerciais e cancelamento de futuro IDE para o país), a alteração do nível de impostos é um acto soberano, na medida em que qualquer Estado tem a liberdade de escolher o seu regime fiscal. Por esse facto, pequenas alterações à fiscalidade com o objectivo de transferir os lucros do IDE para o Estado, retirando viabilidade ao projecto (na óptica do investidor) são muito pouco perceptíveis pela comunidade internacional, sendo também difícil estabelecer uma fronteira entre o que é um regime fiscal justo e expropriação.

A segunda diferença tem a ver com o facto da *expropriação disfarçada* não envolver a transferência de propriedade e a gestão do projecto do investidor estrangeiro para o Estado, como acontece com a nacionalização. Esta diferença, mais do que traduzir uma questão jurídica ligada à propriedade dos activos, revela-se extremamente importante na medida que a multinacional, confrontada com um projecto inviável num dado país, tem a possibilidade de responder à ameaça, através da deslocalização de parte ou da totalidade da produção para

⁵⁶ De acordo com *Schnitzer (1997)*, esta ameaça foi já reconhecida pela literatura em 1971 por intermédio de *Vernon*, que a designou como "*obsolescing bargain*".

⁵⁷ Custos irrecuperáveis, no caso da empresa decidir por alguma razão abandonar o projecto.

outro país. Esta possibilidade de resposta por parte da multinacional tem, como veremos, implicações no comportamento estratégico dos agentes, podendo servir de desincentivo à *expropriação disfarçada*.

II.5.2.1. O comportamento estratégico face à *expropriação disfarçada*

Apresentamos em seguida um modelo estratégico simples desenvolvido por *Schnitzer* (1997), que, englobando a *expropriação disfarçada*, nos permitirá verificar em que situações o IDE é mais eficiente e viável que o endividamento, e vice-versa.

Sejam **A** e **B** dois agentes interessados no financiamento de um projecto, em que **A** representa a empresa multinacional (ou o seu país de origem) e **B** o governo do país receptor do financiamento. Existem duas alternativas ao financiamento do projecto: empréstimo de fundos por parte do país **A** ao país **B**, complementado com licenciamento tecnológico (a que chamaremos "dívida") ou IDE.

No caso, da dívida, o país **B** recebe (r_B), e conforme discutimos no capítulo 1.3., o país **B** optará pagar ou não o empréstimo (fará ou não *default*) de acordo com as noções de "vontade de pagar" (*default estratégico*) e "capacidade de pagar" (*default condicionado*). Por hipótese, considera-se que, no caso de *default*, as eventuais sanções comerciais ou de exclusão dos mercados (Π), a aplicar ao país **B** não beneficiam o país **A**.

No caso do IDE, após os *sunk costs* realizados por **A**, o governo (**B**) tem a opção de nacionalizar ou não o projecto. Se o fizer apropria-se de todos os activos e do rendimento gerado (r_B), ficando sujeito às mesmas sanções (Π) que existiram no caso do *default* da dívida.

Contudo, o governo (**B**) tem ainda a possibilidade de, não nacionalizando, alterar o regime fiscal aplicado à multinacional, que no limite poderá retirar a (**A**) a totalidade dos lucros gerados no projecto. Enquanto detentor do projecto, (**A**) pode em resposta, decidir retirar-se do país e deslocar a produção para outro lugar, que passará a receber os lucros do projecto. Esta opção por parte de **A** está no entanto condicionada pelas condições em que se efectua a produção noutras filiais (se aquelas estão ou não no limite da sua capacidade e se é possível expandi-la), das condições de mercado e da flexibilidade interna da própria multinacional.

Considera-se contudo (com bastante realismo), que a multinacional está bastante mais bem informada destas opções que o governo do país receptor do IDE. Neste caso, as opções de saída da multinacional condicionam as acções levadas a cabo pelo governo.

Esta estratégia, cuja formalização matemática foi desenvolvida por *Schnitzer* (1997, pp. 7-17), permite fazer a transição para o ponto seguinte, onde se verá em que condições a dívida poderá ser preferida ao IDE, e vice-versa.

II.5.3. Eficiência e viabilidade da dívida e do IDE num contexto de risco-país

Segundo *Schnitzer* (1997), há duas vantagens genéricas que explicam o facto do IDE ser mais eficiente que a dívida. Uma *primeira vantagem* tem a ver com o facto do retorno do capital ser superior no caso do IDE, comparativamente à situação em que o projecto é levado a cabo pelos agentes do país receptor contraindo dívida externa. O recurso a técnicas mais avançadas permite reduzir os custos de produção, aumentar a qualidade do produto e o seu *marketing*; estas vantagens não podem, em geral, ser transferidas através de um contrato de licença.

Esta primeira vantagem do IDE ocorre sobretudo em bens de elevada componente tecnológica e no caso da produção ser orientada para o mercado externo. Contudo, quando o *output* é suficientemente estandardizado e a tecnologia requerida no seu fabrico é pouco avançada, bem como se a produção se destina ao mercado local, então os agentes locais terão mais vantagens na produção, sendo a dívida preferida ao IDE.

Uma *segunda vantagem* do IDE enquadrada na óptica do país investidor, prende-se com a possibilidade da multinacional (por ser a detentora dos activos) poder deslocar a produção e os lucros para outro país. Esta vantagem é tanto maior quanto maior for a flexibilidade da empresa multinacional.

Inserido numa lógica comparativa da eficiência e viabilidade destas duas formas alternativas de financiamento, *Schnitzer* (1997) demonstra o seguinte conjunto de proposições, que nos permitirá chegar a uma visão sintética desta análise comparativa:

- *Proposição 1*: Se IDE e dívida forem ambos viáveis, o IDE será mais eficiente se o retorno conseguido com o IDE for superior ao obtido com dívida, e/ou se a opção de saída do país receptor permitir ganhos de eficiência para a multinacional.

No entanto, se o retorno do capital for idêntico em ambas as formas, e se a opção de saída não for rentável para a multinacional, a dívida é preferida ao IDE. Por outro lado, o risco-país (expropriação disfarçada) gera ineficiências para o IDE, pois a empresa pode decidir abandonar o país apenas para evitar o aumento da carga fiscal, embora a sua rentabilidade fosse positiva.

- *Proposição 2:* Pode acontecer que a forma mais eficiente de financiamento não seja viável.
- *Proposição 3:* Se o IDE for mais eficiente que dívida, mas a dívida for viável, poderão existir casos em que o IDE não seja viável, e o projecto só poderá ser levado a cabo através de dívida.

As proposições 2 e 3 encontram explicação pelo facto de que, mesmo sendo o IDE mais eficiente (o lucro gerado é superior ao lucro gerado por agentes nacionais), pode acontecer que os lucros sejam de tal forma taxados pelo governo do país receptor, que desapareça a viabilidade do projecto do ponto de vista da multinacional. Pode ainda acontecer, que a opção de saída da multinacional seja de tal forma eficaz, que o governo, ao verificar que nada adiantaria a imposição fiscal, optaria por nacionalizar o projecto.

As proposições 2 e 3 mostram que, *num contexto de risco-país, há uma tendência para se escolher a dívida*, mesmo que o IDE seja a forma mais eficiente de avançar com o projecto.

Proposição 4: Se IDE e dívida forem ambos viáveis, no caso da dívida ser mais eficiente, o investidor externo maximiza a sua rentabilidade optando inequivocamente pela dívida. Contudo, mesmo nos casos em que o IDE é mais eficiente que a dívida, existem situações em que a maximização do lucro do investidor externo é superior se escolher a dívida.

Esta proposição, leva *Schnitzer (1997)* a afirma que ***o risco-país é mais penalizante para o IDE do que para os fluxos de dívida***. De um ponto de vista puramente financeiro, e atendendo ao facto do risco-país ser maior nos PVD do que nos países desenvolvidos (como veremos na parte III) há uma tendência para que o financiamento dos PVD seja feito por intermédio de dívida, que se torna mais eficiente ao evitar situações de deslocalização da produção para outros países, por motivos puramente fiscais.

Os dados parecem comprovar esta constatação - de acordo com o Banco Mundial⁵⁸, em 1991, em 58 PVD, o *stock* de dívida era cinco vezes superior ao *stock* de IDE (medido por influxos de IDE desde 1960) - representando a dívida externa 68% do PIB contra 13% do *stock* médio de IDE.

II.5.3.1. Síntese da análise comparativa

Tendo presente o que foi referido anteriormente a respeito das escolhas entre dívida e IDE, estabelecemos no Quadro 16 uma síntese para o conjunto de condições produtivas

⁵⁸ *World Debt Tables 1993-94, Vol.1, pág. 28* citado por *Schnitzer (1997)*.

possíveis relacionadas com um dado projecto, e a probabilidade deste vir a ser financiado com IDE:

Quadro 16: Probabilidade de escolha do IDE face à dívida

<i>Situações de produção possíveis</i>	Eficiência (vantagem)		Viabilidade (vantagem)		Probabilidade de ocorrer IDE		
	IDE	Dívida	IDE	Dívida	Forte	Média	Fraca
Produção pouco avançada tecnologicamente e orientada para o mercado local		☆		☆			☆
Produção tecnologicamente avançada e orientada para o mercado local	☆			☆			☆
Produção pouco avançada tecnologicamente e orientada para o mercado externo	☆	☆	☆	☆		☆	
Produção tecnologicamente avançada e orientada para o mercado externo	☆		☆		☆		

Fonte: Elaboração nossa, com base em Schnitzer (1997).

As quatro situações possíveis apresentadas permitem-nos retirar as seguintes conclusões:

1. Se a produção for orientada para o mercado interno e o produto exigir uma reduzida capacidade tecnológica, a multinacional não dispõe de qualquer vantagem de eficiência, sendo muito pouco provável a sua escolha pelo IDE;
2. Se a produção é tecnologicamente avançada mas destinada ao mercado local, a multinacional, ainda que disponha de uma vantagem de eficiência, está bastante condicionada nas suas opções externas, encontrando-se muito exposta ao perigo da *expropriação disfarçada*, pelo que a viabilidade e conseqüente probabilidade de vir a ocorrer IDE é fraca;
3. Se a produção exigir um baixo nível tecnológico mas for orientada para o mercado externo, a multinacional tem à partida uma vantagem de eficiência se o *marketing* e a imagem associada à sua marca trouxerem uma mais-valia considerável ao produto. No entanto, caso essa vantagem de *marketing* não se verifique, a multinacional perderá a boa opção externa que dispõe, surgindo nessa situação a dívida como uma opção mais viável. A probabilidade de ocorrência de IDE é intermédia;
4. Se a produção for avançada tecnologicamente e orientada para o mercado externo estamos numa situação em que o IDE é mais eficiente e viável do que o endividamento (decorrente da forte opção externa da multinacional), pelo que a probabilidade de ocorrência de IDE é elevada.

Esta visão de síntese, permite uma vez mais constatar que **o risco-país envia a opção do investidor estrangeiro do IDE para a dívida, gerando situações de ineficiência produtiva, e sendo por isso, mais penalizante para o IDE do que para os fluxos de dívida.**



II.5.3.2. A importância das *joint-ventures* na diminuição do risco-país

De acordo com *Schnitzer* (1997), existem situações em que a formação de uma *joint-venture* voluntária⁵⁹ com agentes locais aumenta a eficiência do IDE. Dadas as características de alguns projectos de IDE e da estrutura da multinacional, nem sempre é possível, perante a ameaça de "expropriação disfarçada", deslocalizar a produção para outro país, não existindo assim mecanismos que permitam à multinacional diminuir o risco dessa perda potencial.

Existe contudo um mecanismo de defesa contra este tipo de expropriação - a associação com uma empresa local através da formação de uma *joint-venture* - desincentiva o governo a lançar impostos adicionais ao projecto, aumentando assim a sua eficiência.

Esta ideia foi modelizada por *Schnitzer* (1997), através do seguinte jogo. Suponha-se que após o investimento inicial por parte da multinacional (A), o governo (B) opta, numa primeira fase, por não nacionalizar o projecto. O governo terá que decidir sobre o futuro nível de imposto, enquanto que a empresa terá que decidir sobre o nível de investimento nas fases seguintes. A estratégia daqui resultante, poderá conduzir a soluções ineficientes, como vimos no Quadro 16.

Suponha-se agora que (A) e um agente do país (B) se associam, criando uma *joint-venture*. Neste caso, o agente de (B) recebe uma parte do lucro gerado pelo projecto, ficando os restantes lucros e o controlo da empresa na posse de (A). O facto de (A) manter o controlo accionista, permite-lhe ser ele a escolher o nível de investimento futuro (em infra-estruturas, *upgrading* tecnológico, etc.). No entanto, o parceiro do país (B), terá também que partilhar os custos de expansão, visto que estes poderão ser realizados em moeda local (assumindo-se que o parceiro local não dispõe de divisas). O envolvimento de agentes do país (B) no projecto torna irracional, para um governo que procura a maximização do bem-estar social, a aplicação de impostos que retirem viabilidade económica ao projecto.

Para *Schnitzer* (1997), existe uma dupla vantagem das *joint-ventures*:

1. O investidor beneficia directamente em ceder parte dos lucros a um parceiro local, pois isso induz o governo do país (B) a impor um nível mais baixo de tributação ao projecto, aumentando a sua eficiência global e o lucro do investidor estrangeiro;
2. O IDE é apenas viável se não existir a ameaça do Estado poder nacionalizar o projecto, pelo que a cedência ao país (B) de uma parte do projecto diminuiu o risco de nacionalização.

⁵⁹ A literatura refere casos em que o governo do país receptor obriga, extra-contrato, a multinacional a ceder parte do seu capital a um parceiro local. Esta situação (*joint-venture* "coerciva") é também uma forma de expropriação.

A evidência empírica apresentada pela autora é consistente com as hipóteses avançadas. Nos projectos cuja produção é orientada para o mercado doméstico (logo sujeitos a um maior risco de expropriação), o capital tende a estar repartido através de *joint-ventures*.

II.5.4. Conclusão

A inclusão deste capítulo no trabalho reveste-se em nosso entender de uma importância fundamental, dado que serve como elemento de charneira entre os temas abordados nas Partes I e II do trabalho, permitindo fazer a "ponte" para a parte empírica (Parte III), onde estudaremos a relação entre risco-país e IDE. A distinção entre os riscos associados ao endividamento (*default*) e ao IDE (nacionalização e "expropriação disfarçada"), bem como a distinção quanto ao comportamento estratégico dos actores envolvidos consoante se trate de dívida ou IDE, num contexto de risco-país, tem em nosso entender a vantagem de permitir separar os tipos de "risco-país" e os comportamentos dos agentes, face a estas duas formas de financiamento dos PVD.

As principais conclusões a retirar deste capítulo são as seguintes:

1. o risco-soberano é em termos gerais, mais penalizador para o IDE do que para os fluxos de dívida;
2. face à existência de risco-país, o IDE é apenas mais eficiente que o endividamento externo em projectos que encerrem uma componente tecnológica avançada, um *output* sofisticado e onde a produção seja orientada para o mercado externo.
3. mesmo nos casos em que o IDE é mais eficiente a dívida, a sua escolha está dependente das opções externas existentes para o investidor estrangeiro, isto é, a forma como a multinacional consegue deslocar a produção de um país para outro, para evitar uma situação de "expropriação disfarçada";
4. ao contrário da dívida, em que os países credores ficam em melhor posição se limitarem o seu nível de exposição num dado país, o aumento de IDE serve como factor catalisador de mais IDE e reduz o risco de nacionalização. Esta constatação, comprovada empiricamente, serve para explicar a elevada concentração de IDE de países do Norte num número mais ou menos reduzido de países receptores;
5. ao contrário da dívida, em que o *default* se encontra muitas vezes ligado a "maus estados da natureza" (capacidade de pagar), os riscos contra o IDE são menos dependentes das boas ou más situações económicas, mas dependem sobretudo do grau de aversão ao risco dos agentes económicos dos países receptores;
6. o nível de IDE escolhido por um investidor individual é menor do que aquele que resultaria de uma situação em que esse investidor se encontrasse incluído num cartel, pois a redução da produtividade marginal do capital causada pelo aumento de IDE será

mais que compensada pela redução da probabilidade de expropriação que a concentração de IDE potencia;

7. as associações estratégicas (*joint-ventures*) diminuem o risco de expropriação associado ao IDE, dada a ligação com agentes económicos locais. A crescente importância das alianças estratégicas, marcada pela globalização e integração das economias, onde as *joint-ventures* assumem um papel de destaque (conforme referido no capítulo II.2 a respeito das teorias do IDE) poderá encontrar, à luz deste contexto de risco-soberano, uma explicação adicional.

Por fim, este capítulo permite, em nosso entender, realçar a importância da componente política do risco-país para o IDE, comparativamente às restantes componentes. Esta constatação serve igualmente para substanciar a escolha dos dados sobre risco-país utilizados na construção do modelo.

PARTE III. O MODELO

Esta parte empírica do trabalho tem como objectivo principal testar a seguinte hipótese: *o risco-país exerce uma influência negativa sobre os influxos de IDE para os países em desenvolvimento*. Para isso, reunimos dados referentes ao risco-país e às entradas de IDE para sete países do Sudeste Asiático, num período de onze anos, compreendido entre 1985 e 1995.

Trata-se de um modelo de regressão linear múltipla, utilizando o método dos mínimos quadrados (*ordinary least squares*) em todas as regressões efectuadas. A variável dependente (ou a explicar) são os fluxos de entrada de IDE e as variáveis independentes (ou explicativas) são as diversas componentes de risco-país utilizadas: índice de risco global (ou compósito) do *International Country Risk Guide*, assim como os sub-índices de risco político, financeiro e económico.

Esta terceira e última parte do trabalho encontra-se dividida em três capítulos. No primeiro capítulo serão explicadas as escolhas dos dados e a metodologia seguida: número e tipo de países, horizonte temporal, fontes de dados relativos ao risco-país e ao IDE. No segundo capítulo são apresentados e interpretados os resultados obtidos. Por fim, no terceiro capítulo serão elaboradas as principais conclusões da parte empírica do trabalho.

III.1. DADOS E METODOLOGIA

III.1.1. Escolha dos países

A primeira delimitação do objecto de estudo prendeu-se com a escolha dos países, tendo sido equacionados dois cenários possíveis:

1. escolha de dois ou três países em desenvolvimento de cada uma das principais áreas geográficas do Mundo (Europa de Leste, Ásia, América Latina ou África);
2. escolha de um grupo de países representativos de uma determinada região.

Optámos pelo segundo cenário por duas razões fundamentais:

- dificuldade em escolher, dentro de cada região, os países representativos. Se no caso da América Latina não seria difícil a escolha de países como o México e o Brasil para seus "representantes", nas restantes regiões essa tarefa revelar-se-ia, em nosso entender, bastante difícil e enviesadora das diferentes realidades (por exemplo, no caso africano, a escolha de Marrocos e da Nigéria - os dois maiores receptores de IDE de África - traria à análise dois países da mesma região mas com realidades sócio-económicas completamente distintas);
- a escolha de um grupo de países de uma só zona geográfica, poderia permitir, dada a maior homogeneidade entre as economias, efectuar uma análise comparativa mais adequada, face às dinâmicas próprias de cada região.

Uma vez definida a forma de selecção dos países, a escolha recaiu no Sudeste Asiático pelas seguintes razões:

- a Ásia foi, como vimos no capítulo II.3., a região cujo peso nos influxos mundiais de IDE mais cresceu nos últimos anos, passando de um valor médio de 9.6% entre 1985-90 para mais de 20% do total mundial em 1995. Nesse ano, os países da Ásia do Sul, do Leste e do Sudeste Asiático receberam mais de dois terços dos influxos mundiais de IDE para os PVD, colocando-se como a região emergente mais importantes para o IDE mundial;
- dentro do continente asiático, o sudeste asiático surge perfeitamente destacado das restantes sub-regiões⁶⁰: Ásia Ocidental⁶¹, Ásia Central⁶² e Ásia do Sul⁶³;
- o reduzido peso de África e da América Latina nas entradas mundiais de IDE (no caso africano junta-se ainda a falta de consistência dos dados relativos a alguns países) e a falta de expressão do IDE entrado na Europa de Leste até 1990;

⁶⁰ De acordo com a classificação da UNCTAD (1997).

⁶¹ Compreende países como o Bahrain, Chipre, Oman, Arábia Saudita, a Turquia, entre outros.

⁶² Compreende países como a Arménia, o Azerbeijão, o Quazaquistão, entre outros.

⁶³ Como a Índia e o Paquistão.

Dentro do universo dos países do Sudeste Asiático, a escolha teria que recair, dada a sua importância, nos novos países industrializados (*Hong Kong*, Coreia do Sul, Singapura e *Taiwan*) e nos países da ASEAN (Filipinas, Indonésia, Malásia e Tailândia) e necessariamente na China.

Atendendo ao facto da fonte utilizada para os dados relativos ao IDE (*Balance of Payment Statistics Yearbook* do FMI) não incluir dados sobre *Hong Kong* e *Taiwan*, o conjunto final de países ficou composto pelos seguintes sete países - China, Coreia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia, Singapura e Tailândia - cujo peso nas entradas mundiais de IDE se mostra no Quadro 17:

Quadro 17. Peso dos países escolhidos nas entradas de IDE

	1985-1990	1995
Em milhões de USD	9 346	56 498
Face ao total da Ásia	69.2	86.6
Face ao total dos PVD	37.8	58.7
Face ao total mundial	6.6	17.8

Fonte: UNCTAD (1997). Valores em percentagem, excepto os da primeira linha.

O Quadro 17 mostra a importância crescente dos países que escolhemos para o "estudo de caso" nas entradas de IDE regional e mundial, bem como no IDE para os PVD, representando estes sete países em 1995, mais de 50% das entradas de IDE para os PVD.

III.1.2. Escolha do horizonte temporal

O segundo aspecto que necessitamos delimitar foi o horizonte temporal das observações. Como vimos no capítulo II.3. foi a partir da crise da dívida dos anos oitenta que a componente "não-dívida" dos fluxos de capitais de longo-prazo ganhou importância, destacando-se o IDE, que nos anos noventa se assumiu como o principal fluxo de longo-prazo. Foi sobretudo a partir de meados de oitenta que os influxos de IDE para os países do sudeste asiático passaram a adquirir uma expressão significativa, pelo que definimos o ano de 1985 como o ano de início das observações.

Por seu lado, os últimos dados definitivos relativos ao IDE respeitam a 1995, pelo que, tendo como propósito a maior actualidade possível da análise, o limite superior do intervalo foi o ano de 1995, resultando o período em estudo nos onze anos compreendidos entre 1985 e 1995.

III.1.3. Dados relativos ao risco-país

Vimos no capítulo I.4. dedicado à medição do risco-país, que existem vários organismos especializados na classificação dos países segundo o seu grau de risco, desde as agências de *rating* "generalistas" como o *Moody's* e a *Standard & Poor's* aos organismos que apenas se dedicam à medição do risco soberano, como o *International Country Risk Guide* (ICRG) ou o *Economist Intelligence Unit* (EIU).

Um grande número de trabalhos empíricos recentes utilizou estas diferentes fontes de risco-país para a confrontação de diversas hipóteses: *Erb et al.* (1995 e 1996) utilizaram os *ratings* soberanos do *Institutional Investor* para explicar as variações cambiais, a volatilidade e a *performance* dos investimentos nos mercados de capitais dos países em desenvolvimento; *Haque et al.* (1996) estudaram os principais factores influenciadores dos *ratings* da *Euromoney*, *Institutional Investor* e EIU; *Cantor e Packer* (1995) estudaram as diferenças entre os *ratings* das agências *Moody's* e *Standard & Poor's* relativamente à sua influência nos mercados de capitais; *Haque et al.* (1998) estudaram a importância das variáveis económicas e políticas nos *ratings* soberanos das agências *Euromoney*, *Institutional Investor* e EIU; *Cantor e Packer* (1996) estudaram as variáveis determinantes nas notas de *rating* das agências *Moody's* e *Standard & Poor's*; *Poirson* (1998) estudou a relação entre segurança económica, investimento privado e crescimento nos PVD, utilizando os dados do ICRG; *Erb et al.* (1996b) utilizaram os índices de crédito do ICRG para prever o retorno esperado do investimento num conjunto de países.

Dada a hipótese que pretendemos demonstrar (de que forma o risco-país condiciona as entradas de IDE para os países em desenvolvimento), e atendendo às metodologias utilizadas pelos diferentes organismos que se dedicam à medição do risco-país (as metodologias dos diversos organismos estão apresentadas nos Anexos 1 a 4), julgamos ser a metodologia utilizada pelo *International Country Risk Guide* aquela que mais serve os nossos objectivos, dado que:

1. os *ratings* soberanos publicados pelas agências de *rating* "generalistas" tem um enfoque quase exclusivo nos títulos e outros instrumentos de dívida emitidos por um determinado Estado (corresponde normalmente à classificação *bonds and notes*) e no grau de confiança dos depósitos bancários no país, não se adequando em nosso entender à caracterização do risco associado ao IDE;
2. o ICRG, relativamente aos restantes organismos que se dedicam apenas à classificação de países, é a publicação mais regular (a sua periodicidade é mensal contrariamente ao carácter trimestral do EIU e semestral do *Euromoney* e *Institutional Investor*);

3. o ICRG é o organismo que de uma maneira mais clara explicita a forma de obtenção do seu índice global de risco-país (índice de risco-compósito), bem como a pontuação atribuída às 24 variáveis que compõem os três sub-índices;
4. os sete países escolhidos para o estudo de caso serem abrangidos pelo ICRG dentro do horizonte temporal definido, o mesmo não acontecendo com outros organismos;
5. se trata do organismo que atribui uma maior ponderação às variáveis políticas (50% do índice global de crédito é ponderado de acordo com a pontuação obtida por treze variáveis políticas⁶⁴), sendo por isso aquele que mais se adequa à explicação do risco associado ao IDE (vimos no capítulo II.5. que o IDE, pelas suas características específicas se encontra, contrariamente aos restantes fluxos de capitais, sobretudo sujeito ao risco-político, associado à nacionalização e à "expropriação disfarçada");
6. existem variáveis individuais cuja aderência ao fenómeno do IDE é importante, como as variáveis "expropriação" e "viabilidade de cumprimento dos contratos", que compõem o sub-índice de risco-financeiro;
7. se trata de um organismo de elevada credibilidade nos planos académico e institucional: ao nível académico, existem vários estudos que, englobando a problemática do risco-país, utilizam o ICRG como indicador de crédito dos países; ao nível institucional, importará referir que o Banco Mundial utiliza os dados do ICRG na sua publicação *World Development Indicators* (na parte dedicada ao investimento, regulação e risco), assim como a *International Finance Corporation*, que utiliza os dados do ICRG na sua publicação *Emerging Stock Markets Factbook*;
8. o ICRG mostra um acompanhamento das novas tendências do risco-país, enquanto fenómeno cada vez mais complexo e de difícil medição (conforme referimos nos capítulos II.2. e II.4.), tendo actualizado a sua metodologia em Agosto de 1997, tornando-a um pouco mais próxima da realidade que se pretende medir.

Não obstante os aspectos positivos evidenciados pelo ICRG na medição do risco-país, nomeadamente em termos comparativos, trata-se de um índice de crédito que, tal como os índices dos restantes organismos, se consubstancia numa medida necessariamente limitada da apreensão global dos fenómenos (cada vez mais complexos) relacionados com o risco-país. Entre as principais *limitações* incluem-se:

- o facto de ficarem necessariamente de fora aspectos que porventura se poderiam revelar importantes na explicação de uma característica específica de risco;
- uma forte componente subjectiva no índice global (compósito) de crédito do ICRG, decorrente do elevado peso das variáveis políticas, cuja pontuação é atribuída de forma subjectiva por especialistas localizados nos respectivos países, os quais têm necessariamente uma visão diferente dos fenómenos;

⁶⁴ A partir de Agosto de 1997 a nova metodologia do ICRG diminuiu o número de variáveis políticas de treze para doze, mantendo no entanto a ponderação de 50% do risco-político para o índice global de crédito (ver Anexo 2).

- o facto de todos os países serem "tratados" da mesma forma na atribuição da pontuação às variáveis⁶⁵ (sobretudo as variáveis económicas e financeiras). A pontuação atribuída a cada variável decorre normalmente da sua posição dentro de um intervalo de variação pré-definido, sendo os intervalos idênticos para todos os países. Será no entanto de esperar que uma taxa de inflação situada entre os 2% e os 4% traduza situações diferentes para a Alemanha e para a Nigéria, ou que um défice orçamental face ao PIB de 20% tenha implicações diferentes num PVD e num país industrializado;
- o facto das novas formas de risco-país (risco de mercado, risco sistémico de contraparte) que referimos nos capítulos II.2. e II.4. não merecerem uma atenção adequada pelo ICRG, nomeadamente os riscos cambiais, a presença de capitais especulativos ou a proporção dos compromissos de curto-prazo no endividamento total.

A fórmula de cálculo do índice de risco-compósito (RC) do ICRG (ou risco global) é a seguinte:

$$RC = 0.5 * (\text{Risco-político} + \text{Risco-financeiro} + \text{Risco-económico})$$

podendo atingir um máximo de 100 pontos (correspondente ao risco nulo) e um mínimo de zero pontos (correspondente ao risco máximo).

Os três sub-índices que integram o risco-compósito do ICRG têm uma ponderação de 50% (risco-político), 25% (risco-financeiro) e 25% (risco-económico), atingindo um máximo de 100 pontos no caso do risco-político e 50 pontos no caso dos riscos financeiro e económico. O Quadro 18 apresenta as variáveis que compõem cada um dos três sub-índices do ICRG⁶⁶, bem como as respectivas pontuações máximas:

Quadro 18. Variáveis que compõem os sub-índices do ICRG

Risco-político		Risco-financeiro		Risco-económico	
Condições socio-económicas	12	Stress da dívida externa	10	Taxa de inflação anual	10
Planeamento económico	12	Atraso nos pagamentos	10	Serviço da dívida externa face às exportações	10
Estabilidade governativa	12	Viabilidade de cumprimento de contratos	10	Liquidez medida em meses de cobertura das importações	5
Conflitos externos	10	Perdas cambiais	10	"Recolha" de divisas	5
Corrupção	6	Expropriação	10	Saldo da BTC face às export.	15
Militares na política	6			Mercado paralelo de câmbios	5
Religião na política	6				
Lei e ordem	6				
Tensões étnicas	6				
Violência política	6				
Perigo de guerra civil	6				
Desenvolvimento partidário	6				
Qualidade da burocracia	6				
TOTAL	100		50		50

⁶⁵ Veja-se no Anexo 2 a descrição pormenorizada da metodologia utilizada e das pontuações atribuídas a cada variável.

⁶⁶ Dado que a alteração metodológica do ICRG ocorreu apenas em 1997, e o horizonte temporal do nosso estudo se encontra definido entre 1985-95, utilizamos a metodologia "antiga" - veja-se o Anexo 2 a este respeito.

III.1.4. Dados relativos ao IDE

Atendendo à hipótese que pretendemos demonstrar, apenas nos interessam os fluxos de entrada de IDE (IDE bruto), não sendo estudado o desinvestimento directo estrangeiro, (cujas dinâmicas próprias, referidas em *Romão et al. (1998)* o distinguem da mera operação inversa ao IDE) nem os *stocks*.

Neste sentido, foi necessário encontrar uma fonte de dados que não reflectisse unicamente o IDE líquido, mas também as entradas e saídas, se possível discriminando as três componentes principais do IDE - investimento de capital, lucros reinvestidos e empréstimos inter-empresas - sendo a publicação *Balance of Payment Statistics Yearbook* do FMI a única capaz de responder às nossas necessidades.

No entanto, dada a inconsistência com que se apresentam os dados relativos à decomposição dos fluxos de IDE, optamos apenas por utilizar os dados relativos aos fluxos globais (brutos) de IDE.

III.1.5. Metodologia

Na tentativa de estudarmos de que forma o risco-país influencia as entradas de IDE em sete países do sudeste asiático, para o período de onze anos compreendido entre 1985 e 1995, utilizamos o método dos mínimos quadrados para efectuar as seguintes regressões lineares para cada um dos sete países considerados, bem como para a sua média⁶⁷, de acordo com as seguintes equações:

$$(1) \quad IDE_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{RISCOMP}_{it} + \varepsilon_{it} ,$$

$$(2) \quad IDE_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{RISCPOL}_{it} + \beta_3 \text{RISCFIN}_{it} + \beta_4 \text{RISCECO}_{it} + \varepsilon_{it} , \text{ onde:}$$

- i representa um determinado país;
- t representa o ano a que se refere a observação;
- IDE representa as entradas investimento directo estrangeiro no país i no ano t em milhões de USD, constituindo a variável endógena ou a explicar;
- β_1 representa o termo independente ou a ordenada na origem;
- RISCOMP, RISCPOL, RISCFIN e RISCECO são as variáveis exógenas ou explicativas, e representam respectivamente os índices de risco-compósito (risco global), risco-político, risco-financeiro e risco-económico do ICRG, verificados para o país i no final de cada ano t ;
- ε representa o vector das variáveis aleatórias do modelo, ou o erro de estimação.

⁶⁷ Os *inputs* sobre o IDE e índices de risco-país (vectors da variável endógena e das variáveis exógenas) de cada um dos países encontram-se no Anexo 5.



Foram ainda testadas as seguintes regressões:

1. tomando as variáveis explicativas logaritmizadas, mantendo a variável dependente linearizada;
2. logaritmizando a variável dependente e mantendo as variáveis exógenas linearizadas;
3. com todas as variáveis logaritmizadas;
4. um modelo cujas variáveis explicativas foram simultaneamente o índice global e os três sub-índices do ICRG;
5. uma regressão em painel, onde os vectores das variáveis endógena e exógenas são em cada ano t compostos pelas i observações de cada país,
6. tomando como variáveis explicativas 16 das variáveis⁶⁸ que compõem os três sub-índices;

Enquanto que as regressões 1, 2 e 3 revelaram uma qualidade estatística reduzida, a regressão 4 revelou-se naturalmente sem significado estatístico, dado que os três os sub-índices são uma combinação linear do índice global. A regressão com os dados em painel revelou-se estatisticamente pouco importante, conforme veremos no capítulo seguinte.

Um aspecto importante foi o facto do ajustamento em que utilizamos a quase totalidade (dezasseis) das variáveis individuais que compõem o índice de crédito do ICRG se revelar de reduzida significância estatística, parecendo demonstrar que os índices são mais potentes na explicação da variável endógena face à utilização individual das variáveis que os compõem.

⁶⁸ Não foi possível ajustar um modelo com as 24 variáveis explicativas, pois o instrumento estatístico utilizado apenas permitia a utilização de 16 variáveis exógenas, tendo sido retiradas oito com base na matriz de correlações.

III.2. RESULTADOS OBTIDOS

III.2.1. Evolução temporal das variáveis do modelo

Antes de avançarmos com as conclusões propriamente ditas sobre os resultados do modelo, pensamos ser útil analisar a evolução da variável a explicar (entradas de IDE), bem como das variáveis explicativas (os índices de risco do ICRG) no período considerado. A Figura 8 apresenta a evolução da média das observações do IDE no período considerado, enquanto que a Figura 9 mostra a evolução média das observações respeitantes aos índices de crédito no mesmo período.

Figura 8. Evolução das entradas médias de IDE

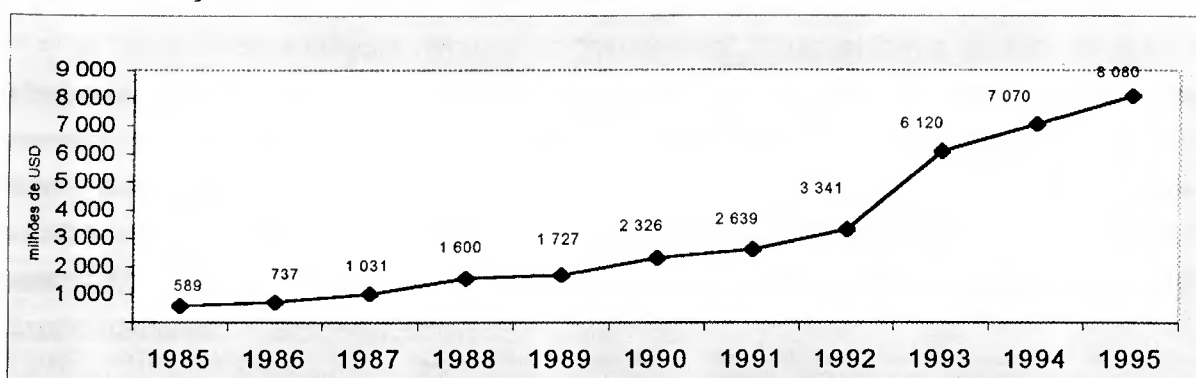
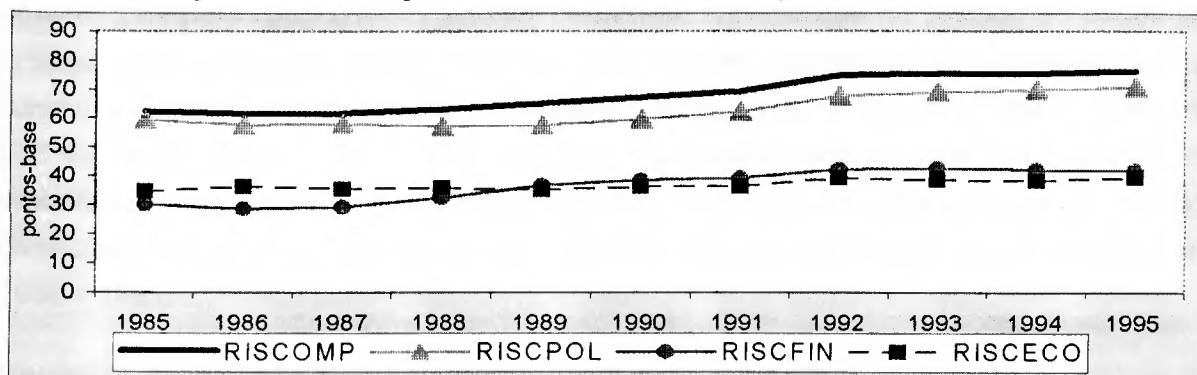


Figura 9. Evolução das observações médias das variáveis explicativas



A Figura 8 revela uma evolução considerável dos fluxos de IDE para aquela "sub-região", tendo em onze anos os fluxos médios crescido mais de treze vezes, passando de 589 milhões de USD em 1985, para mais de oito mil milhões de USD em 1995. Esta evolução comprova o que foi descrito no capítulo II.3. a respeito da evolução global dos fluxos de IDE (nomeadamente para a Ásia), marcada por incrementos significativos na década de noventa.

O Quadro 19 mostra o quociente entre a primeira (1985) e a última (1995) observações relativas ao IDE entrado em cada país, verificando-se crescimentos nos influxos de IDE de 123 vezes no caso das Filipinas e de 22 vezes no caso da China, em apenas onze anos.

Quadro 19. Razão entre a primeira e a última observação do IDE

	China	Coreia	Filipinas	Indonésia	Malásia	Singapura	Tailândia
Razão entre a primeira e a última observação sobre IDE	21.6	7.6	123.0	14.0	5.9	6.6	12.7

Por seu lado, a Figura 9 espelha uma evolução igualmente positiva dos índices de crédito (ou seja a diminuição do risco-país), verificando-se para a média das observações a passagem do índice de risco-compósito de 62.4 para 76.4 pontos entre 1985-95, o que, face à grelha de pontuações do ICRG (apresentada no Anexo 2) significa a passagem de um nível de "risco moderado" para um nível de "baixo risco". De igual forma, se tomarmos como referência o índice de risco-político, verificamos a passagem de 59.4 pontos ("risco elevado") em 1985 para 76.4 pontos em 1995 (correspondente a uma situação de "baixo risco"). Relativamente aos índices de risco financeiro e económico, verificamos a passagem de 30.3 e 34.7 pontos em 1985 (ambos correspondentes a situação de "risco moderado"), para 42.1 pontos ("risco muito baixo") e 39.6 pontos ("risco baixo") em 1995, respectivamente.

O Quadro 20 mostra a evolução do índice de risco-compósito entre a primeira e última observações para cada um dos países, permitindo verificar que no período de tempo em análise, todos os sete países viram os seus índices globais de risco-país aumentar, correspondendo a uma diminuição generalizada do risco-país. A China, o maior receptor de IDE da região, passou de um nível de "risco moderado" para um grau de "baixo risco", embora as melhorias mais significativas se tenham verificado nas Filipinas - em onze anos o risco-compósito subiu 22 pontos - e na Tailândia, com um crescimento de 18 pontos entre 1985 e 1995.

Quadro 20. Evolução do risco-compósito entre a primeira e a última observação

	China	Coreia	Filipinas	Indonésia	Malásia	Singapura	Tailândia
1985 (grau de risco)	68.0 (moderado)	64.0 (moderado)	45.5 (muito elevado)	54.4 (elevado)	68.0 (moderado)	77.5 (baixo)	59.0 (elevado)
1995 (grau de risco)	72.5 (baixo)	81.5 (muito baixo)	67.5 (moderado)	69.5 (moderado)	80.5 (muito baixo)	86.0 (muito baixo)	77.0 (baixo)
Varição	+4.5	+17.5	+22.0	+5.1	+12.5	+8.5	+18.0

Fonte: ICRG (vários anos).

A leitura simultânea dos Quadros 19 e 20 permite observar que foi exactamente nas Filipinas, país cujo índice compósito mais cresceu no período considerado, que se registou um maior crescimento nas entradas de IDE. A leitura dos dados relativos a cada país (presentes no Anexo 5) permite ainda verificar que em 1985, ano em que se iniciam as nossas observações, o país com o maior índice de risco-compósito (Singapura, com 77.5 pontos, correspondente a um grau de "risco baixo") era o país com o maior fluxo de entrada de IDE (1 047 milhões de USD), enquanto que o país com o menor índice de crédito (as Filipinas com 45.5 pontos, correspondentes a um nível de "risco muito elevado") era o país com o menor fluxo anual de entradas de IDE (apenas 12 milhões de USD).

A evidência empírica apresentada pela evolução temporal dos fluxos de IDE e dos índices de risco-país, parece indicar uma evolução conjunta destes dois fenómenos, que no caso dos países em análise, se verificou no sentido esperado (isto é, a evolução positiva dos índices, correspondente a uma diminuição do risco, foi acompanhada pelo crescimento dos fluxos de IDE). As secções seguintes deste capítulo permitirão descobrir se esta relação (aparentemente) observável encontrou significado estatístico.

III.2.2. Matriz de correlações

O Quadro 21 mostra a matriz das correlações entre as variáveis do modelo para os sete países considerados, revelando tal como esperado, uma correlação positiva entre o IDE e os índices de risco-país, significando que à medida que o valor dos índices aumenta (e logo o risco diminui) o IDE também aumenta. A magnitude das correlações entre o IDE e o risco-compósito varia entre os 50% da China e os 94% da Malásia, notando-se, à excepção da China, que o coeficiente de correlação entre as variáveis IDE e RISCOMP é sempre superior a 60%. Tomando a média dos países (uma óptica regional), o coeficiente de correlação entre IDE e a variável RISCOMP atingiu os 91%.

Os coeficientes de correlação apresentam-se sempre com significado económico em termos individuais (à excepção da China onde o coeficiente entre o IDE e o risco-económico é negativo), existindo ainda situações em que a correlação entre o IDE e os sub-índices é superior à correlação verificada com o índice global: é o caso da China, Filipinas, Singapura e Tailândia com os coeficientes de correlação entre o IDE e o risco-financeiro, e o caso da Indonésia com o coeficiente de correlação entre o IDE e o risco-político. De igual forma, quando tomamos a média dos sete países, verificamos ser superior a correlação entre o IDE e o risco-político, face à correlação IDE/risco-compósito.

No que respeita à correlação existente entre os três sub-índices, verifica-se que o risco-político se apresenta mais correlacionado com o risco-financeiro face ao risco-económico, enquanto que o risco-económico se apresenta mais correlacionado com o risco-político. Em

Quadro 21. Matriz de correlações

<i>China</i>	<i>IDE</i>	<i>RISCOMP</i>	<i>RISCPOL</i>	<i>RISCFIN</i>	<i>RISCECO</i>
IDE	1				
RISCOMP	0.503	1			
RISCPOL	0.457	0.973	1		
RISCFIN	0.792	0.846	0.841	1	
RISCECO	-0.356	0.313	0.189	-0.199	1
<i>Coreia</i>	<i>IDE</i>	<i>RISCOMP</i>	<i>RISCPOL</i>	<i>RISCFIN</i>	<i>RISCECO</i>
IDE	1				
RISCOMP	0.621	1			
RISCPOL	0.497	0.896	1		
RISCFIN	0.628	0.867	0.575	1	
RISCECO	0.351	0.657	0.469	0.552	1
<i>Filipinas</i>	<i>IDE</i>	<i>RISCOMP</i>	<i>RISCPOL</i>	<i>RISCFIN</i>	<i>RISCECO</i>
IDE	1				
RISCOMP	0.695	1			
RISCPOL	0.697	0.995	1		
RISCFIN	0.705	0.945	0.910	1	
RISCECO	0.497	0.888	0.911	0.701	1
<i>Indonésia</i>	<i>IDE</i>	<i>RISCOMP</i>	<i>RISCPOL</i>	<i>RISCFIN</i>	<i>RISCECO</i>
IDE	1				
RISCOMP	0.743	1			
RISCPOL	0.814	0.977	1		
RISCFIN	0.635	0.973	0.909	1	
RISCECO	0.671	0.866	0.845	0.782	1
<i>Malásia</i>	<i>IDE</i>	<i>RISCOMP</i>	<i>RISCPOL</i>	<i>RISCFIN</i>	<i>RISCECO</i>
IDE	1				
RISCOMP	0.937	1			
RISCPOL	0.804	0.893	1		
RISCFIN	0.891	0.943	0.722	1	
RISCECO	0.698	0.688	0.502	0.582	1
<i>Singapura</i>	<i>IDE</i>	<i>RISCOMP</i>	<i>RISCPOL</i>	<i>RISCFIN</i>	<i>RISCECO</i>
IDE	1				
RISCOMP	0.796	1			
RISCPOL	0.708	0.571	1		
RISCFIN	0.726	0.922	0.399	1	
RISCECO	0.402	0.695	0.195	0.442	1
<i>Tailândia</i>	<i>IDE</i>	<i>RISCOMP</i>	<i>RISCPOL</i>	<i>RISCFIN</i>	<i>RISCECO</i>
IDE	1				
RISCOMP	0.813	1			
RISCPOL	0.566	0.920	1		
RISCFIN	0.938	0.915	0.714	1	
RISCECO	0.615	0.877	0.824	0.685	1
<i>Média</i>	<i>IDE</i>	<i>RISCOMP</i>	<i>RISCPOL</i>	<i>RISCFIN</i>	<i>RISCECO</i>
IDE	1				
RISCOMP	0.915046345	1			
RISCPOL	0.930435011	0.967002	1		
RISCFIN	0.819051616	0.949805	0.84349	1	
RISCECO	0.864628275	0.925212	0.9266276	0.804253	1

termos individuais verifica-se ainda que os coeficientes de correlação entre os três sub-índices apresentam valores positivos e elevados, reflectindo o facto de que aumentos ou diminuições do risco associado a cada uma das componentes se repercutir, no mesmo sentido, em alterações do risco associado às restantes componentes.

É curioso verificar que, quando tomamos a média das observações para os sete países, os coeficientes de correlação são mais elevados e o risco-político aparece mais correlacionado com o risco-económico, contrariamente às observações individuais, onde a correlação é superior com o risco-financeiro; no entanto, o risco-financeiro encontra-se, tal como quando tomamos os países individualmente, mais correlacionado com o risco-político.

Em termos globais, constatamos a existência de fortes correlações positivas entre os três índices que compõem o índice global, ainda mais vincadas quando tomamos a média das observações, sendo o risco-político a variável mais correlacionada com todas as outras.

III.2.3. Análise das regressões

O Quadro 22 sintetiza os resultados obtidos com os ajustamentos das equações (1) e (2) (definidas no capítulo anterior), através da utilização do método dos mínimos quadrados, revelando para cada país:

- *China*: a equação com uma variável explicativa (equação 1) não é significativa estatisticamente (o valor de F com 3.05 encontra-se, para um nível de significância de 95%, abaixo do ponto crítico). A equação com três variáveis explicativas (equação 2) é estatisticamente relevante, com uma boa qualidade do ajustamento ($R^2=0.78$) onde a variável RISCFIN é a única estatisticamente importante. O coeficiente negativo da variável RISC POL não tem significado económico (significa que à medida que o índice diminui e o risco aumenta, o IDE também aumenta), enquanto que o rácio t da variável RISCECO é demasiado baixo. Em termos globais, o IDE na China é essencialmente explicado pela variável RISCFIN;
- *Coreia*: a equação (1) permitiu um ajustamento estatisticamente significativo (F acima do ponto crítico) embora a qualidade global da regressão seja fraca ($R^2=0.39$). A variável RISC COMP revelou-se estatisticamente importante, situando-se o respectivo rácio t acima do ponto crítico. A equação (2) produziu no caso coreano um ajustamento de baixa qualidade, onde nenhuma das variáveis explicativas se mostrou significativa. O IDE na Coreia é apenas explicado pela variável RISC COMP;
- *Filipinas*: a equação (1) revelou-se estatisticamente importante, com uma qualidade global mediana ($R^2=0.49$), situando-se o rácio t da variável RISC COMP acima do ponto crítico.

Quadro 22. Resultados das regressões

País / Tipo de regressão	Termo independente	RIS COMP	RISC POL	RISC FIN	RISC ECO	R²	R² Ajustado	F
China								
uma variável explicativa <i>rácios t</i>	- 68 603.1 -1.486	1 213.2 1.745				0.25	0.17	3.05
3 variáveis explicativas <i>rácios t</i>	19 610.8 0.553		- 2 147.9 -1.938	3 581.8 3.479	406.3 0.448	0.78	0.69	8.49
Coreia								
uma variável explicativa <i>rácios t</i>	- 2 212.8 -1.716	40.6 2.377				0.39	0.32	5.65
3 variáveis explicativas <i>rácios t</i>	- 1 218.2 -0.445		12.3 0.591	36.3 1.386	-9.8 -0.115	0.42	0.18	1.71
Filipinas								
uma variável explicativa <i>rácios t</i>	- 905.5 -1.612	33.7 2.913				0.49	0.43	8.48
3 variáveis explicativas <i>rácios t</i>	2 590.3 0.971		104.7 1.449	- 34.2 -0.525	- 187.7 -1.334	0.61	0.45	3.69
Indonésia								
uma variável explicativa <i>rácios t</i>	- 3 756.7 -2.408	85.3 3.329				0.55	0.50	11.08
3 variáveis explicativas <i>rácios t</i>	- 4 848.2 -1.071		176.9 2.509	- 72.7 -1.271	- 15.0 -0.084	0.73	0.61	6.22
Malásia								
uma variável explicativa <i>rácios t</i>	- 16 038.0 -6.865	255.0 8.028				0.88	0.86	64.44
3 variáveis explicativas <i>rácios t</i>	- 17 328.1 -3.226		96.1 1.566	133.7 2.708	207.4 1.469	0.88	0.83	17.78
Singapura								
uma variável explicativa <i>rácios t</i>	- 32 221.2 -3.519	440.3 3.938				0.63	0.59	15.51
3 variáveis explicativas <i>rácios t</i>	- 53 749.4 -2.847		586.8 2.362	196.8 2.128	70.4 0.416	0.74	0.63	6.68
Tailândia								
uma variável explicativa <i>rácios t</i>	- 5 754.4 -3.355	104.5 4.191				0.66	0.62	17.56
3 variáveis explicativas <i>rácios t</i>	- 2 747.8 -2.022		- 48.5 -1.433	142.6 6.302	43.2 0.698	0.91	0.87	23.17
Média dos sete países								
uma variável explicativa <i>rácios t</i>	- 166 763.3 -5.977	395.7 6.806				0.84	0.82	46.32
3 variáveis explicativas <i>rácios t</i>	- 164 961.7 -2.025		395.8 2.059	56.2 0.465	- 2.5 -0.004	0.87	0.81	15.58
Painel de dados								
uma variável explicativa <i>rácios t</i>	- 3 704.4 -0.869	101.2 1.644				0.03	0.02	2.70
3 variáveis explicativas <i>rácios t</i>	15 374.5 2.341		362.8 3.368	31.2 0.254	- 975.5 -3.618	0.20	0.17	6.23

Notas: A estatística F de *snedcor* para alfa igual a 5%, tem pontos críticos de 5.12 e 4.35 para as equações com uma e três variáveis explicativas. A estatística t de *student*, para alfa igual a 5%, tem como pontos críticos de 2.262, e 2.365, respectivamente.

- *Filipinas* (continuação): O ajustamento produzido pela equação (2), embora apresentando um coeficiente de determinação elevado (0.61) é estatisticamente fraco, apresentando as variáveis RISCFIN e RISCECO coeficientes negativos. O IDE nas Filipinas foi, à semelhança da Coreia, explicado pela variável RISCOMP;
- *Indonésia*: a regressão linear da equação (1) apresentou-se estatisticamente significativa, sendo o IDE explicado em 55% pela variável RISCOMP, cujo rácio t se apresenta acima do ponto crítico. A equação (2) produziu um bom ajustamento (F de 6.22 e R^2 de 0.73) embora apenas a variável RISCPOLE tenha significado estatístico. O IDE na Indonésia é explicado pela variável RISCOMP com a equação (1) e com a variável RISCPOLE na equação (2);
- *Malásia*: ambas as equações produziram ajustamentos estatisticamente significantes, bem como com uma elevada qualidade global ($R^2=0.88$ nas duas equações). Apenas as variáveis RISCOMP (na equação 1) e RISCFIN (na equação 2) apresentaram rácios t acima do ponto crítico;
- *Singapura*: também no caso de Singapura ambas as equações produziram resultados estatísticos significativos. A qualidade da regressão com uma variável explicativa é aceitável ($R^2=0.63$) servindo a variável RISCOMP na explicação da variável endógena. A regressão com três variáveis explicativas apresentou uma qualidade global elevada ($R^2=0.74$) revelando-se as variáveis RISCPOLE E RISCFIN estatisticamente importantes na explicação do IDE;
- *Tailândia*: as regressões lineares obtidas através das equações (1) e (2) revelaram-se estatisticamente significantes. No caso da equação (1), a variável RISCOMP (com um rácio t de 4.191, bastante acima do ponto crítico) explicou 66% do IDE. Na equação (2), embora a variável RISCPOLE tenha apresentado um coeficiente negativo (não significativo) e a variável RISCECO um rácio t abaixo do ponto crítico, a variável RISCFIN apresentou um rácio t de 6.302, resultando numa elevada qualidade da regressão ($R^2=0.91$).

As regressões efectuadas, utilizando a *média das observações* dos sete países, produziram os seguintes ajustamentos (estatisticamente significantes e de elevada qualidade global):

$$1) \text{ IDE} = -166763 + 395.7 \text{ RISCMP} + \varepsilon, F=46.32, R^2=0.84$$

(6.806)

$$2) \text{ IDE} = -164961 + 395.8 \text{ RISCPOLE} + 56.2 \text{ RISCFIN} - 2.5 \text{ RISCECO} + \varepsilon, F=15.58, R^2=0.87$$

(2.059) (0.465) (-0.004)

Pela equação (1) é possível verificar que a variável RISCOMP (de elevada potência estatística) explica 84% do IDE "regional", enquanto que a equação (2) revela que em termos médios, apenas a variável RISCPOLE é estatisticamente relevante na explicação da variável dependente. Os resultados obtidos em painel não revelaram significância estatística nos ajustamentos realizados com ambas as equações.

III.3. CONCLUSÕES DOS RESULTADOS EMPÍRICOS

A observação directa dos dados relativos aos fluxos de IDE e dos quatro índices de risco-país do ICRG no período considerado permitiu constatar:

- uma evolução crescente dos influxos de IDE nos países estudados, paralelamente ao aumento do valor dos índices globais (e logo uma diminuição do risco-país) em todos os países. Verificou-se ainda que foram os países onde o IDE mais cresceu em termos relativos aqueles que registaram maiores incrementos no valor do índice global de risco, como foi o caso das Filipinas;
- que os países que no início das observações (1985) registavam os menores valores para o índice-compósito (logo um maior risco-país) eram igualmente aqueles cujos influxos de IDE eram menores (como se verificou nas Filipinas e na Tailândia), parecendo existir uma relação de causalidade no comportamento destes dois fenómenos.

Por seu lado, a matriz das correlações entre as variáveis endógena e explicativas revelou:

- correlações positivas (tal como esperávamos) entre o IDE e a variável RISCAMP, mais vincadas quando tomamos a médias das observações, onde o coeficiente atingiu 91%;
- existirem países onde os coeficientes de correlação entre o IDE e os sub-índices (RISCPOL, RISCFIN e RISCECO) se apresentaram mais elevados do que o coeficiente entre o IDE e o índice global (RISCAMP), significando que existem países onde uma dada componente de risco é predominante face ao risco global;
- a variável RISCPOL apresenta-se como "elemento de charneira" face aos dois outros sub-índices, pois as variáveis RISCFIN e RISCECO correlacionam-se sobretudo com a variável RISCPOL;
- existirem fortes correlações positivas entre os três sub-índices, tornando-se ainda mais vincadas quando tomamos a média das observações, o que parece induzir um certo efeito regional entre as três medidas de risco.

As regressões efectuadas para os sete países individualmente, assim como para a média das observações, utilizando o método dos mínimos quadrados para níveis de significância de 95%, permitiram-nos concluir:

- que os índices são medidas de risco mais potentes na explicação do IDE face à utilização individual das variáveis que os compõem. Para a generalidade dos países, as regressões utilizando dezasseis das 24 variáveis explicativas descritas no Quadro 18 revelaram ajustamentos estatisticamente menos significantes que as regressões baseadas nas equações (1) e (2), isto é, utilizando apenas o índice global (RISCAMP no caso da equação 1) ou os três sub-índices (no caso da equação 2);

- que as regressões descritas no Quadro 22 revelaram-se de uma forma geral estatisticamente significativas, produzindo ajustamentos de elevada qualidade global. As regressões baseadas na equação (1) revelaram que, para a totalidade dos países (à excepção da China) a variável RISCAMP é estatisticamente importante na explicação da variável dependente, isto é, **o índice global de risco-país influi nos fluxos de IDE;**
- quando analisamos a média das observações (portanto num contexto regional), verificamos que o ajustamento produzido pela equação (1) revela que o risco-país explica 84% do IDE "regional" recebido entre 1985-95;
- em todas as regressões efectuadas com base na equação (1), o coeficiente da variável independente (RISCAMP) apresentou-se (tal como esperado) sempre com sinal positivo, significando que o risco-país e o IDE caminham em sentidos opostos (note-se que o aumento do índice significa a diminuição do risco-país), isto é, o aumento do risco-país provoca a diminuição das entradas de IDE;
- os ajustamentos produzidos com a equação (2) revelaram serem as variáveis RISCOPOL e RISCFIN as mais importantes na explicação das entradas de IDE. Numa óptica regional (tomando a média das observações), apenas a variável RISCOPOL tem capacidade de explicação da variável endógena.

Os resultados alcançados permitem sancionar a hipótese de partida, isto é, para os países em causa e dentro do horizonte temporal definido, **o risco-país (RISCAMP) influencia com elevada significância estatística os influxos de IDE**, verificando-se, em consonância com os resultados teóricos, que diminuições do risco-país provocam, em termos globais, o aumento das entradas de IDE.

Quando tomamos individualmente as três sub-componetes de risco na explicação do IDE, verificamos serem as variáveis RISCFIN e (sobretudo) RISCOPOL aquelas que (com significado) explicam as entradas de IDE. Uma vez mais, os resultados empíricos comprovam as principais conclusões já evidenciadas pela apreciação teórica desta problemática, aparecendo o **risco-político como o principal factor influenciador das decisões de investimento directo no exterior**. O facto do risco-financeiro explicar também com significância a variável dependente não nos causou qualquer surpresa no contexto deste modelo, na medida em que duas das cinco variáveis individuais que compõem o índice de risco-financeiro do ICRG ("expropriação" e "viabilidade do cumprimento dos contratos") dizem respeito essencialmente ao IDE.

Em termos globais, e não obstante as naturais limitações do modelo (apenas foram estudados sete países e onze anos de observações), foi possível demonstrar, com base na evidência empírica do modelo, a relação negativa entre risco-país e IDE, sendo essa "demonstração" ainda mais vincada quando tomamos a média das observações, parecendo existir uma maior aderência perante um contexto regional, o que se explica se atendermos ao facto de que 40% do IDE realizado na Ásia ser investimento intra-regional.

CONCLUSÕES FINAIS

Com este trabalho procurou-se verificar se o risco-país serve ou não de determinante aos fluxos de investimento directo estrangeiro para os países em desenvolvimento. **A principal conclusão do trabalho é a verificação da hipótese de partida por nós levantada**, isto é, tendo como base o conjunto de países escolhidos e o horizonte temporal definido, **constata-se que o risco-país exerce uma influência importante na explicação dos influxos de IDE**. Esta conclusão principal é ainda complementada com um conjunto de conclusões específicas, as quais, para uma leitura mais clara, serão divididas em conclusões teóricas e empíricas.

No plano teórico, as principais conclusões a retirar são as seguintes:

1. *O conceito de risco-país revela-se extremamente abrangente e o seu campo de análise alargou-se nos últimos tempos*, passando a englobar novos tipos de risco resultantes da maior integração das economias e da liberalização dos movimentos de capitais. O risco de mercado (com destaque para as crises cambiais) e o risco sistémico de contraparte vieram complementar os tradicionais factores de risco soberano, ligados à situação política dos países, à conjuntura externa ou às deficiências estruturais das economias.
2. Como consequência do alargamento do seu campo de análise, *a actividade de medição do risco-país* - uma tarefa que tradicionalmente resulta em problemas de falta de objectividade e capacidade de previsão - revela-se um exercício cada vez mais complexo, verificando-se no entanto a existência de avanços importantes nesta área, à medida que cada vez mais agentes económicos se interessam pela informação que os critérios de medição encerram.
3. *Existem dois conjuntos de factores explicativos para o facto de um país não cumprir integral ou parcialmente com as suas obrigações externas*. Por um lado, o país poderá não ter capacidade para o fazer, como consequência de problemas conjunturais (crises de liquidez) ou estruturais (crises de solvência) da economia. Por outro lado, as autoridades locais poderão não ter vontade política para o fazer, devendo este problema ser percebido à luz do comportamento estratégico dos agentes envolvidos, recorrendo-se a fundamentos da teoria dos jogos para a sua compreensão, os quais se revelam úteis na modelização da denominada análise custo-benefício, onde a existência de sanções aos países faltosos assume uma importância fulcral.
4. *As consequências do risco-país no investimento directo estrangeiro são substancialmente diferentes* das suas consequências sobre os empréstimos internacionais ou outros fluxos de capitais. Os projectos de IDE encontram-se expostos à

nacionalização, destruição física dos activos ou à proibição de transferir lucros para o exterior, bem como a ameaças mais subtis, como alterações de ordem fiscal (de carácter geral ou específicas para um determinado projecto) ou a imposição de tarifas às importações e exportações. Dada a natureza específica do risco-país associado ao IDE, podemos concluir que **são os factores de ordem política os que mais condicionam o IDE.**

5. *Dependendo das características dos projectos de IDE (grau tecnológico, destino da produção) assim deverão os investidores internacionais, na presença do risco-país, optar entre conceder empréstimos aos Estados soberanos ou patrocinar por sua conta projectos de IDE.*
6. *A forma de entrada do IDE nos países receptores alterou-se significativamente. Os investimentos de raiz numa nova fábrica, com capitais exclusivamente externos ou não, foram progressivamente dando lugar à aquisição de empresas já estabelecidas, muitas vezes como resultado de operações de privatização ou de processos de fusões e aquisições. Esta evolução encontra uma explicação teórica à luz do crescimento, a partir dos anos oitenta, das estratégias de aliança e cooperação inter-empresas, bem como na globalização do processo produtivo, onde os produtos acabados resultam num somatório de componentes produzidas nas mais diversa partes do globo.*
7. *Nos últimos anos assistiu-se também ao crescimento da importância de outras componentes do IDE que não as simples participações de capital, nomeadamente os empréstimos inter-empresas, que se são essencialmente meros fluxos de tesouraria.*
8. *Não obstante a dificuldade da sua medição, a generalidade dos trabalhos teóricos parecem apontar no sentido do IDE produzir efeitos positivos (spillovers) nas economias dos países em desenvolvimento, gerando maior competição e potenciando o acesso a novas tecnologias e a novos estados do saber. Um aspecto igualmente importante é o facto do IDE produzir também efeitos positivos nas economias dos países de onde os fluxos são originários.*
9. *Os recursos humanos existentes nos países receptores podem condicionar a magnitude dos efeitos positivos do IDE.*
10. *O continente asiático em geral, e o sudeste asiático em particular, foram as regiões onde as entradas de IDE mais cresceram no período em análise, destacando-se entre os países em desenvolvimento como os mais importantes receptores (e investidores) mundiais. Verifica-se um efeito regional importante na explicação do IDE nesta região, onde cerca de 40% dos fluxos são realizados no contexto intra-regional.*

No **plano empírico**, os dados recolhidos e posteriormente tratados com recurso a um modelo econométrico (onde se utilizou o método dos mínimos quadrados como técnica de análise), para sete países em desenvolvimento do sudeste asiático, num período de onze anos compreendido entre 1985 e 1995, conduziram aos seguintes resultados:

1. As *regressões efectuadas*, medidas pelas estatísticas de teste com um nível de confiança de 95%, *mostraram-se em termos globais estatisticamente significantes*, apresentando os ajustamentos uma elevada qualidade geral. Neste sentido, *os índices de crédito do ICRG (as variáveis exógenas) revelaram-se adequados à explicação da variável dependente*.
2. Não foram detectados sinais de autocorrelação e multicolineariedade capazes de afectar a *performance* do modelo.
3. O *risco-país*, quando medido pela variável RISCOMP (que corresponde ao índice global de crédito do ICRG) *mostrou influenciar, com elevada significância estatística, os fluxos de IDE*, sobretudo na Malásia, Tailândia e Singapura.
4. Quando tomamos a média das observações verificamos a intensificação dessa influência, mostrando que neste "contexto regional" o risco-país foi capaz de explicar em 84% a variável endógena (entradas de IDE).
5. Ao decompor o risco-país nos três sub-índices do ICRG (risco-político, risco-financeiro e risco-económico), verificamos, nas regressões feitas para cada país em termos individuais, que **apenas as componentes política e financeira se adequam à explicação das entradas de IDE**. No caso do índice de risco-financeiro, importará não esquecer que duas das cinco variáveis que o compõem - "perigo de expropriação" e "viabilidade do cumprimento dos contratos" - dizem essencialmente respeito ao risco associado ao IDE.
6. Ao tomarmos a média das observações, os resultados mostram que **apenas o risco-político exerce uma influência estatisticamente relevante sobre a variável a explicar**.
7. *Os índices de crédito, revelaram-se mais potentes na explicação da variável dependente face à utilização das variáveis individuais* que os compõem, indo de encontro à utilização já generalizada de *ratings* ou outras medidas compósitas de risco, face à utilização de variáveis individuais.

A reflexão que fizemos em torno desta problemática, permitiu, de uma forma geral, constatar que **os resultados empíricos** obtidos (com as naturais limitações de um pequeno modelo

como o que aqui apresentamos) **corroboram as principais conclusões do plano teórico**, com especial **destaque para a importância do risco-político** na explicação do investimento directo estrangeiro.

Uma constatação mais abrangente (que necessariamente carece de demonstração empírica) mas que os resultados nos permitem tecer, prende-se com a relação entre risco-país e crescimento, via efeito do IDE, onde somos tentados a concluir, pressupondo uma relação positiva do IDE sobre o crescimento, que o risco-país exerce igualmente uma influência negativa no crescimento das economias.

A compreensão da percepção dos investidores acerca do risco-país foi uma variável aleatória a este modelo, o qual obviamente sairia enriquecido com a sua quantificação. Outra das limitações deste modelo foi o facto de não ter sido possível discriminar com segurança estatística as diferentes componentes do IDE, sendo pois interessante de verificar em quais dessas componentes (lucros reinvestidos, empréstimos inter-empresas) o risco-país exerceria uma influência mais significativa.

Alguns temas interessantes para futuras investigações passarão em nosso entender pelo estudo do efeito conjunto do risco-país com outros determinantes do IDE, bem como a influência do risco-país nas decisões de desinvestir. De igual forma, a influência do risco-país dos fluxos de ajuda pública ao desenvolvimento por parte dos países do Norte é em nosso entender uma hipótese que poderia ser demonstrada em trabalhos futuros.

BIBLIOGRAFIA

- Apoteker, T. (1997), Une nécessaire adaptation des méthodes d'analyse, *Banque Stratégie*, nº 141, Setembro, pp.28-30.
- Arora, V. B. (1993), *Sovereign Debt: A Survey of some Theoretical and Policy Issues*, IMF Working Paper, WP/93/56, Julho.
- Borensztein, E. et al. (1995), *How does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth*, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 5057, March.
- Borrego, R. (1994), Digging for Dollars, *Business Mexico*, Vol. 4, Issue 3, Maio, pp. 28-29.
- Borrmann, A. e Jungnickel, R. (1992), Foreign Investment as a Factor in Asian Pacific Integration, *Intereconomics*, Vol. 27, No. 6, November/December, pp. 282-288.
- Buchet, D. (1997), Les marchés émergents de dette locale, *Banque Stratégie*, nº 141, Setembro, pp. 13-16.
- Calverley, J. (1990), *Country Risk Analysis*, London: Butterworths.
- Cantor, R. e Packer, F. (1995), Sovereign Credit Ratings, *FRBNY Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 1, Nº 3, Junho, pp. 1-6.
- Cantor, R. e Packer, F. (1996), Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 2, Issue 2, Outubro, pp. 37-53.
- Clei, J. (1997), Les leçons de la crise mexicaine, *Banque Stratégie*, nº 141, Setembro, pp.21-23.
- Cole, H. L. e English, W. B. (1992), Direct Investment: A Doubtful Alternative to International Debt, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 16, Issue 1, Winter, pp. 12-22.
- Corado Simões, V. (1997), Estratégias de Internacionalização das Empresas Portuguesas, in: A. Romão (coord.), *Comércio e Investimento Internacional*, Lisboa: ICEP.
- Country Risk Service - The Economist Intelligence Unit (1997), Country Ratings, *Risk Ratings Review*, 3rd. Quarter.

- Dunnunig, J. H. e Narula, R. (1998), The investment development path revisited: some emerging issues, in: J. H. Dunning e R. Narula (ed.), *Foreign Direct Investment and Governments*, London: Routledge.
- Eaton, J. e Gersovitz, M. (1989), Country Risk and the Organization of International Capital Transfer, in: Calvo, G. et al. (ed.), *Debt, Stabilization & Development*, Basil Blackwell e World Institute for Development Economic Research.
- Eaton, J. et al. (1986), The pure theory of country risk, *European Economic Review*, 30, pp. 481-513.
- Elstob, P. (ed.) (1998), *Credit Ratings International*, London: FT Finance.
- Erb, C. B. et al. (1995), Country Risk and Global Equity Selection, *The Journal of Portfolio Management*, Winter, pp. 74-83.
- Erb, C. B. et al. (1996a), Expected Returns and Volatility in 135 Countries, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 22, Issue 3, Spring, pp.46- 58.
- Erb, C. B. et al. (1996b), Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk, *Financial Analysts Journal*, Vol. 52, Issue 6, November/December, pp. 29-46.
- Euromoney*, vários números.
- Fernández-Arias, E. (1996), *Balance-of-Payments Rescue Packages: Can they work?*, Inter-American Development Bank, Washington.
- Fernández-Arias, E. e Montiel, P. J. (1996), The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview, *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 1, pp.- 51-77.
- Fontoura, M. P. (1997), Aspectos Teóricos do Investimento Internacional, in: A.. Romão (coord.), *Comércio e Investimento Internacional*, Lisboa: ICEP.
- Gannagé, E. (1994), *Economie de l'endettement internationale. Théories et politiques*, Paris: PUF.
- Goldfajn, I. e Valdés, R. O., (1997), *Are Currency Crises Predictable?*, IMF Working Paper, WP/97/159, December.
- Graham, E. M. (1995), *Foreign Direct Investment in the World Economy*, IMF Working Paper, WP/95/59, June.

- Haque, N.U. et al. (1996), *The Economic Content of Indicators of Developing Country Creditworthiness*, *IMF Staff Papers*, Vol. 43. Nº. 4, December, pp. 688-724.
- Haque, N. U. et al. (1997), *Avaliando os classificadores da capacidade creditícia dos países*, *Finanças & Desenvolvimento*, Março, pp. 10-13.
- Haque, N.U. et al. (1998), *The Relative Importance of Political and Economic Variables in Creditworthiness Ratings*, *IMF Working Paper*, WP/98/46, April.
- Ingo, W. (1988), *Country-risk assessment*, in: I. Walter (ed.), *Handbook of International Management*, New York: John Wiley & Sons.
- International Country Risk Guide*, vários volumes e números.
- Kaminsky, G. et al. (1997), *Leading Indicators of Currency Crises*, *IMF Working Paper*, WP/97/79, July, pp. 1-43.
- Kobrin, S. J. (1998), *Political Risk Evaluation*, in: I. Walter (ed.), *Handbook of International Management*, New York: John Wiley & Sons.
- Laigo, D. e Jacomin, C. (1997), *Le risque juridique en Russie*, *Banque Stratégie*, nº 141, Setembro, pp.36-38.
- Longueville, G. (1997), *Le trois dimensions du risque-pays*, *Banque Stratégie*, nº 141, Setembro, pp. 2-6.
- Lowenstein, J (1992), *How to Rate a State*, *Euromoney*, September, pp. 61-64.
- Mendonça, A. (1997), *O Investimento Directo Estrangeiro em/de Portugal*, in: A. Romão (coord.), *Comércio e Investimento Internacional*, Lisboa: ICEP.
- Moody's Investors Service (1989), *Impact of Secretary Brady's Debt Plan on Commercial Banks*, *Moody's Speacial Comment*, 31/March.
- Moody's Investors Service (1997), *Moody's Credit Opinions - Governments & Supranationals*, December, NewYork: Moody's Investor Service.
- Moon, H. C. e Roehl, T. W. (1993), *An Imbalance Theory of Foreign Direct Investment*, *Multinational Business Review*, Vol. 1, Issue 1, pp. 56-65.
- Morris, A (1997), *Quantifying sovereign credit risk: methods and issues*, *SBC/Prospects*, 4-5.
- Nagy, P. (1984), *Country Risk*, London: Euromoney Publications.

- Olivier de Boysson (1997), Pays émergents: risques de marché ou risque de solvabilité?, *Banque Stratégie*, nº 141, Setembro, pp. 8-12.
- Oral, M. et al. (1992), An estimation model for country risk rating, *International Journal of Forecasting*, Vol. 8, Nº. 4, pp. 583-593.
- Pan, Y. (1996), Influences on Foreign Equity Ownership Level in Joint Ventures in China, *Journal of International Business Studies*, First Quarter, pp. 1-26.
- Poirson, H. (1998), *Economic Security, Private Investment, and Growth in Developing Countries*, IMF Working Paper, WP/98/4, January.
- Porcano, T. (1993), Factors Affecting the Foreign Direct Investment Decision of Firms From and Into Major Industrialized Countries, *Multinational Business Review*, Vol. 1, Issue 2, Fall, pp. 26-36.
- Romão, A. (coord.) et al. (1998), *O Desinvestimento Directo Estrangeiro em Portugal - Suas determinantes*, Relatório Final, CEDIN, ISEG.
- Roy, A. e Roy, P. G. (1994), Despite past debacles, predicting sovereign risk still presents problems, *Commercial Lending Review*, Vol.9, Issue 3, Summer, pp. 92-95.
- Schnitzer, M. (1997), *Debt Versus Foreign Direct Investment: The Impact os Sovereign Risk on the Structure of Internacional Capital Flows*, Discussion Paper Series, Centre for Economic Policy Reseach, No. 1608, March.
- Shapiro, H. D. (1997), A less dismal science?, *Institucional Investor*, September, pp. 110-119.
- Sollami-Bützer, L. (1997), Séparer le bom grain de l'ivraie, *SBS Le Mois*, 6, pp. 34-37.
- Standard & Poor's (1998), *Counterparty Ratings Guide*, Third Quarter, New York: Standard & Poor's.
- The World Bank (1998), *World Development Indicators*, Washington: The World Bank.
- Taylor, M. P. e Samo, L. (1997), Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants, *The World Bank Economic Review*, Vol. 11, No. 1, pp. 451-469.
- UNCTAD (1997), *World Investment Report 1997 - Transnational Corporations, Market Structures and Competition Policy*, New York: United Nations.

ANEXOS

ANEXO 1. NOTAÇÕES DE RATING DAS AGÊNCIAS MOODY'S INVESTORS SERVICE E STANDARD & POOR'S (S & P)

Quadro A.1.1.: Escalas de curto e longo prazo das duas agências

Longo Prazo		Curto Prazo		
Moody's	S & P	Moody's	S & P	
Aaa	AAA	P-1	A1	Escala não especulativa
Aa1	AA+			
Aa2	AA	P-2	A2	
Aa3	AA-			
A1	A+	P-3	A3	
A2	A			
A3	A-		B	
Baa1	BBB+			
Baa2	BBB			
Baa3	BBB-			
Ba1	BB+	Not Prime	C	Escala especulativa
Ba2	BB			
Ba3	BB-			
B1	B+			
B2	B			
B3	B-			
Caa1	CCC+			
Caa2	CCC			
Caa3	CCC-			
Ca	CC			
C	D			

Fonte: Credit Rating International (1998).

As agências *Moody's* e *Standard & Poor's* dispõem de duas escalas de *rating* de acordo com o horizonte temporal da dívida, existindo a notação de curto prazo (até um ano) e de longo prazo (para além de um ano). As notações de *rating* das duas agências, representadas por letras, são equivalentes quanto ao significado de cada uma das notações, podendo estabelecer-se uma comparação entre as duas escalas; de igual forma, ambas as agências estabelecem uma linha divisória entre as notações de cariz especulativo e não especulativo.

O *Moody's* dispõe de nove notações de longo-prazo (quatro na escala não-especulativa e cinco na escala especulativa) e de quatro para o curto-prazo. Às notações de longo-prazo entre "Aa" e "Caa" são ainda aplicados os modificadores numéricos 1, 2 e 3, por forma a distinguir o risco entre os devedores que se encontrem classificados dentro da mesma categoria (por exemplo, dentro da categoria "A", a nota "A1" significa um melhor risco comparativamente à nota "A3"). A introdução de modificadores corresponde na prática à existência de 21 notações de risco de longo-prazo, conforme mostra o Quadro A.1.1.

Por seu lado, a *Standard & Poor's* dispõe de nove notações de longo prazo (quatro na escala não-especulativa e cinco na escala especulativa) e três de curto-prazo. As notações de longo-prazo compreendidas entre "AA" e "CCC", são complementadas com os modificadores "+" ou "-", enquanto que no curto-prazo, a nota "A" é dividida pelos modificadores numéricos 1, 2, ou 3. A introdução destes modificadores, tal como no *Moody's*, resulta em termos práticos na existência de 21 pontuações para o longo-prazo e cinco para o curto-prazo para a *Standard & Poor's*. O Quadro A.1.2 apresenta a explicação de cada uma das notações⁶⁹ de *rating* atrás apresentada:

Quadro A.1.2. Significado das notações de *rating*

Longo-Prazo		
Moody's S & P	Aaa AAA	Classificação atribuída aos melhores devedores, denotando uma capacidade extremamente forte em honrar os compromissos assumidos.
Moody's S & P	Aa AA	Denota uma capacidade muito forte no que respeita ao cumprimento das obrigações de um determinado devedor.
Moody's S & P	A A	Devedor com forte capacidade de cumprir os compromissos, embora mais susceptível de ser afectado por choques exógenos, que os devedores pontuados nas categorias anteriores.
Moody's S & P	Baa BBB	Releva uma capacidade adequada no que respeita ao pagamento das obrigações, encontrando-se no entanto no limiar entre as escalas de investimento e especulativa.
Moody's S & P	Ba BB	Trata-se da nota mais elevada dentro da escala especulativa, revelando a existência de elementos potencialmente desestabilizadores. Capacidade creditícia moderada.
Moody's S & P	B B	Devedor que embora com suficiente capacidade de cumprimento se encontra moderadamente exposto a factores externos negativos.
Moody's S & P	Caa CCC	Devedor que revela uma capacidade de crédito muito exposta a situações de risco, pelo que a sua capacidade de cumprimento depende da evolução positiva de outros factores.
Moody's S & P	Ca CC	Trata-se de dívida que inclui uma forte presença de elementos especulativos, cuja capacidade de pagamento está afectada (<i>default</i> eminente ou parcial).
Moody's S & P	C D	A mais baixa classificação das duas agências, espelhando uma situação de <i>default</i> .
Curto-Prazo		
Moody's S & P	P-1 A-1	Devedores cuja capacidade de honrar os compromissos até um ano é muito forte.
Moody's S & P	P-2 A-2	Devedores que possuem uma capacidade satisfatória ou até mesmo forte no que respeita aos compromissos assumidos.
Moody's S & P	P-3 A-3	Devedores que possuem uma capacidade aceitável para honrar os seus compromissos até um ano. Existe no entanto a possibilidade de alguns factores adversos poderem vir a afectar essa capacidade.
Moody's S & P	N.P. B	Para o <i>Moody's</i> apenas indica os devedores que não se incluem nas categorias anteriores. Para a S&P, o devedor detém uma posição vulnerável e estão presentes factores de risco relativos ao incumprimento.
Moody's S & P	- C	Devedor cuja capacidade de pagamento depende da evolução favorável das condições económicas e financeiras que o rodeiam. Risco muito elevado.

Fonte: *Moody's Investor's Service (1998)* e *Standard & Poor's (1998)*.

⁶⁹ Para cada agência são apenas indicadas as notações genéricas sem a presença dos modificadores numéricos (*Moody's*) ou simbólicos "+" e "-" (*S & P*). Cada modificador pretende hierarquizar, dentro da mesma notação, os vários devedores. No caso do *Moody's*, o modificador 1 significa que o devedor em causa se encontra no ponto mais elevado dessa classificação, enquanto que o modificador 3 representa o ponto mais baixo.

ANEXO 2. METODOLOGIA UTILIZADA PELO ICRG

O índice de crédito global do ICRG (risco composto) é decomposto em três sub-índices: *risco político* (com uma ponderação de 50%), *risco financeiro* (25%) e *risco económico* (25%). A pontuação máxima que um país pode obter são 100 pontos (correspondente ao melhor risco) e a mínima são zero pontos (o risco mais elevado). Existem cinco intervalos possíveis para o índice composto, aos quais corresponde um nível de risco (Quadro A.2.1):

Quadro A.2.1. Grelha de pontuações do ICRG⁷⁰

0.0 a 49.5 pontos	risco muito elevado
50.0 a 59.5 pontos	risco elevado
60.0 a 69.5 pontos	risco moderado
70.0 a 79.5 pontos	risco baixo
80.0 a 100 pontos	risco muito baixo



A fórmula de cálculo do risco composto (RC) é a seguinte:

$$RC = 0.5 (\text{Risco-político} + \text{Risco financeiro} + \text{Risco económico})$$

O ICRG introduziu em Agosto de 1997 uma alteração dos critérios utilizados no seu sistema de *rating*, nomeadamente no que respeita às variáveis que compõem cada um dos três sub-índices, embora se tenha mantido a ponderação de cada um dos sub-índices para o índice composto, bem como a grelha de intervalos acima descrita.

O índice de risco político é obtido através da atribuição de pontos a um conjunto de doze variáveis (treze na versão anterior), assumindo um valor máximo de 100 pontos. O Quadro A.2.2 mostra as variáveis que compõem o risco-político e respectivas pontuações máximas:

Quadro A.2.2. Variáveis que compõem o índice de risco-político do ICRG

Metodologia anterior a Agosto de 1997			Metodologia posterior a Agosto de 1997		
A	<i>Condições socio-económicas</i>	12	A	<i>Estabilidade governativa</i>	12
B	<i>Planeamento económico</i>	12	B	<i>Condições socio-económicas</i>	12
C	<i>Estabilidade governativa</i>	12	C	<i>Perfil de investimento</i>	12
D	<i>Conflitos externos</i>	10	D	<i>Conflitos internos</i>	12
E	<i>Corrupção</i>	6	E	<i>Conflitos externos</i>	12
F	<i>Militares na política</i>	6	F	<i>Corrupção</i>	6
G	<i>Religião na política</i>	6	G	<i>Peso dos militares na política</i>	6
H	<i>Lei e ordem</i>	6	H	<i>Peso da religião na política</i>	6
I	<i>Tensões étnicas</i>	6	I	<i>Lei e ordem pública</i>	6
J	<i>Violência política</i>	6	J	<i>Tensões étnicas</i>	6
K	<i>Perigo de guerra civil</i>	6	K	<i>Peso da democracia</i>	6
L	<i>Desenvolvimento partidário</i>	6	L	<i>Qualidade da burocracia</i>	4
M	<i>Qualidade da burocracia</i>	6			
TOTAL		100	TOTAL		100

⁷⁰ Para leitura dos índices de risco financeiro e económico nesta tabela, será necessário multiplicar os respectivos valores por dois.

O índice de risco-político *destina-se a pontuar a estabilidade política dos países*, sendo as pontuações atribuídas mediante respostas a questionários por parte dos 130 especialistas do IGRG espalhados pelo Mundo, tendo em conta cinco tipos distintos de governação (por forma a tornar a análise consistente em termos comparativos) assim definidos:

- *alternância democrática*: regime pluripartidário de eleições livres, onde o actual governo não se encontra no poder para além de dois mandatos.
- *democracia dominante*: regime pluripartidário de eleições livres, onde o actual governo está no poder para além de dois mandatos. Independência dos sistemas executivo, legislativo e judicial e protecção das liberdades pessoais.
- *regime monopartidário "de facto"*: caracterizado por um governo que tenha servido mais de dois anos consecutivos, onde o sistema eleitoral se encontra distorcido para beneficiar um partido, apesar existirem eleições regulares definidas pela constituição;
- *regime monopartidário "de jure"*: caracterizado por existir apenas um partido, e por não existir uma oposição legalmente reconhecida;
- *autarcia*: liderança do país assente na figura de uma só pessoa, onde o poder legislativo está restringido.

A nova metodologia reduziu o número de variáveis utilizadas no risco-político de treze para doze, com o seguinte significado:

- *Estabilidade governativa* (12 pontos): mede a capacidade do governo em levar a cabo o seu programa e a capacidade de se manter no poder;
- *Condições socio-económicas* (12 pontos): mede o grau de satisfação dos cidadãos nacionais com a política do governo. Engloba também factores como a mortalidade infantil, desemprego, acesso a serviços de saúde e acesso ao crédito;
- *Perfil de investimento* (12 pontos): mede a atitude do governo perante as entradas de IDE, subdividindo-se em quatro sub-componentes: risco operacional, fiscalidade, repatriamento de lucros e custos salariais;
- *Conflitos internos* (12 pontos): destina-se a medir a violência política. Os melhores riscos são aqueles em que não existe oposição armada ao governo, e os piores são os cenários marcados por guerras civis;
- *Conflitos externos* (12 pontos): engloba embargos comerciais impostos por outro país, blocos de países ou por toda a comunidade internacional, disputas territoriais, etc...
- *Corrupção* (6 pontos): mede a corrupção no sistema político, a qual constitui uma ameaça para o IDE, ao distorcer o ambiente económico e financeiro: traduz-se pela existência de *loobies* secretos, nepotismo e reserva de cargos na função pública. O número de anos que um governo se encontra no poder é a principal *proxy* de corrupção. No caso de regimes democráticos, o ICRG considera mais de dois mandatos (entre oito a dez anos) como um claro sinal de alerta;
- *Peso dos militares na política* (6 pontos): dado que os militares não são eleitos, o seu envolvimento na política é considerado como uma diminuição do peso da democracia, desequilibrando a economia do país, ao afectar por exemplo, demasiadas verbas orçamentais com o sector da defesa;

- *Peso da religião na política* (6 pontos): mede as tensões sociais que podem advir do facto da governação privilegiar um único grupo religioso, com a exclusão das restantes religiões, podendo originar tumultos internos e mesmo guerras civis;
- *Lei e ordem pública* (6 pontos): lei e ordem são medidas separadamente (3 pontos no máximo para cada sub-componente). Medir a lei pública significa apreender a imparcialidade do sistema legal, enquanto que medir a ordem pública significa aferir do grau de respeito dos populares pelas leis vigentes;
- *Tensões étnicas* (6 pontos): mede as tensões raciais e de nacionalidade existentes no país, sendo o risco mais elevado atribuído aquando da existência de grupos intolerantes;
- *Peso da democracia* (6 pontos): mede o grau de resposta do governo para com os anseios da população;
- *Qualidade da burocracia* (4 pontos): mede a força institucional e a qualidade global da burocracia. Os melhores riscos são aqueles países em que a burocracia é bastante autónoma do poder político.

A pontuação obtida no risco-político pode ser lida directamente na grelha de intervalos atrás definida para o risco compósito (i.e. uma pontuação de 75 pontos no risco-político corresponde à classificação “*baixo risco*” na componente política).

O índice de risco financeiro assume o valor máximo de 50 pontos, e destina-se a avaliar as ameaças colocadas aos investidores estrangeiros por atitudes oficiais que se podem traduzir em prejuízos para os seus interesses, medindo a “capacidade de pagar” de um país, quer se trate de dívida comercial ou obrigacionista. Este índice é obtido através da atribuição de pontuação a cinco variáveis. No entanto, ao contrário do que sucede para as variáveis que compõem o risco-político (pontuadas de forma essencialmente subjectiva), as variáveis financeiras (e as económicas) são pontuadas de acordo com uma grelha de intervalos de variação pré-definidos. As cinco variáveis e pontuações máximas permitidas estão presentes no Quadro A.2.3.:

Quadro A.2.3. Variáveis que compõem o índice de risco-financeiro do ICRG

Metodologia anterior a Agosto de 1997			Metodologia posterior a Agosto de 1997		
A	<i>Stress da dívida externa</i>	10	A	<i>Dívida externa face ao PIB</i>	10
B	<i>Atraso nos pagamentos</i>	10	B	<i>Serviço da dívida externa face às exportações</i>	10
C	<i>Viabilidade de cumprimento de contratos</i>	10	C	<i>Saldo da balança de transacções correntes face às exportações</i>	15
D	<i>Perdas cambiais</i>	10	D	<i>Reservas em divisas medidas em meses de importações</i>	5
E	<i>Expropriação</i>	10	E	<i>Estabilidade cambial</i>	10
TOTAL		50	TOTAL		50

A nova metodologia alterou as variáveis utilizadas, embora o seu número tenha permanecido inalterado. Cada uma das variáveis é definida da seguinte forma:

- *Dívida externa face ao PIB* (10 pontos): inclui parcialmente a antiga variável *stress da dívida externa*, e é obtida pelo rácio da dívida externa face PIB estimado para o ano

corrente, convertidos à taxa de câmbio média do USD. Os pontos atribuídos a esta variável resultam da grelha seguinte:

Pontuação da variável "Dívida externa face ao PIB"																				
Intervalo	0.0	5.1	10.1	15.1	20.1	25.1	30.1	35.1	40.1	45.1	50.0	60.1	70.1	80.1	90.1	100.1	110.1	120.1	130.1	150.1
	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
	0.5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	60.0	70	80	90	100.0	110.0	120.0	130	150	200
Pontos	10	9.5	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5

- *Serviço da dívida externa em percentagem das exportações de bens e serviços* (10 pontos): variável anteriormente incluída no índice de risco-económico, resultante do rácio do serviço da dívida estimado para um dado ano (convertido à taxa média anual do USD) face às exportações totais de bens e serviços, convertidos à mesma taxa de câmbio. Os pontos atribuídos a esta variável resultam da seguinte grelha:

Pontuação da variável "Serviço da dívida face às exportações"																				
Intervalo	0.0	5.0	9.0	13.0	17.0	21.0	25.0	29.0	33.0	37.0	41.0	45.0	49.0	53.0	57.0	61.0	66.0	71.0	76.0	81.0
	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
	4.9	8.9	12.9	16.9	20.9	24.9	28.9	32.9	36.9	40.9	44.9	48.9	52.9	56.9	60.9	65.9	70.9	75.9	80.9	85.9
Pontos	10	9.5	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5

- *Saldo da balança de transacções correntes face às exportações* (15 pontos): o saldo da BTC para um dado ano convertido à taxa de câmbio média do USD e expresso em percentagem do total das exportações de bens e serviços convertidos à mesma taxa de câmbio. Os pontos atribuídos a esta variável são dados pela seguinte grelha:

Pontuação da variável "Balança de transacções correntes face às exportações"																					
Intervalo	mais	20.1	15.1	10.1	5.1	0.0	-0.1	-5.1	-10.1	-15.1	-20.1	-25.1	-30.1	-35.1	-40.1	-45.1	-50.1	-55.1	-60.1	-65.1	-70.1
	de	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
	25.0	25.0	20.0	15.0	10.0	5.0	-5.0	-10.0	-15.0	-20.0	-25.0	-30.0	-35.0	-40.0	-45.0	-50.0	-55.0	-60.0	-65.0	-70.0	-75.0
Pontos	15.0	14.5	14.0	13.5	13.0	12.5	12.0	11.5	11.0	10.5	10.0	9.5	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0

Intervalo	-75.1	-80.1	-85.1	-90.1	-95.1	-100.1	-105.1	-110.1	-115.1	abaixo
	a	a	a	a	a	a	a	a	a	de
	-80.0	-85.0	-90.0	-95.0	-100.0	-105.0	-110.0	-115.0	-120.0	120.1
Pontos	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	0.0

- *Reservas em divisas medidas em meses de importações* (5 pontos): engloba a antiga variável *atrasos nos pagamentos*, e resulta do rácio entre as reservas (incluindo ouro e excluindo créditos do FMI) e o custo médio mensal das importações.

Os pontos atribuídos a esta variável vêm:

Pontuação da variável "Reservas em divisas medidas em meses de importações"											
Intervalo	mais	12.1	9.1	6.1	5.1	4.1	3.1	2.1	1.1	0.6	0.0
	de	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
	15.0	15.0	12.0	9.0	6.0	5.0	4.0	3.0	2.0	1.0	0.5
Pontos	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	0.0

- *Estabilidade cambial* (10 pontos): incorpora a antiga variável *perdas cambiais* e é medida pela apreciação/depreciação da moeda face ao USD (ou face ao marco alemão no caso dos EUA) nos últimos doze meses, em termos percentuais. Os pontos atribuídos a esta variável são os seguintes:

Pontuação da variável "Estabilidade cambial"																				
Intervalo de apreciação	0.0 a 9.9	10.0 a 14.9	14.5 a 19.9	20.0 a 22.4	22.5 a 24.9	25.0 a 27.4	27.5 a 29.9	30.0 a 34.9	35.0 a 39.9	40.0 a 49.9	mais de 50.0									
Intervalo de depreciação	0.1 a 4.9	5.0 a 7.4	7.5 a 9.9	10.0 a 12.4	12.5 a 14.9	15.0 a 17.4	17.5 a 19.9	20.0 a 22.4	22.5 a 24.9	25.0 a 29.9	30.0 a 34.9	35.0 a 39.9	40.0 a 44.9	45.0 a 49.9	50.0 a 54.9	55.0 a 59.9	60.0 a 69.9	70.0 a 79.9	80.0 a 89.9	90.0 a 99.9
Pontos	10	9.5	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5

O valor assumido pelo índice de risco-financeiro deverá ser posteriormente multiplicado por dois se se pretender efectuar uma leitura directa na grelha de tipos de risco definida para o risco-compósito.

O **índice de risco económico**, tem como objectivo *medir os pontos fortes e fracos das economias nacionais, indicando de que forma a rentabilidade dos investidores externos pode ser afectada pelas condições internas da economia*, assumindo igualmente o valor máximo de 50 pontos, em resultado da pontuação atribuída a cinco variáveis (seis na metodologia anterior). Tal como sucede com as variáveis que compõem o risco-financeiro, as variáveis económicas são pontuadas de acordo com uma grelha de intervalos de variação pré-definidos. As cinco variáveis e respectivas pontuações máximas constam do Quadro A.2.4.:

Quadro A.2.4. Variáveis que compõem o índice de risco-económico do ICRG

Metodologia anterior a Agosto de 1997				Metodologia posterior a Agosto de 1997			
A	<i>Taxa de inflação anual</i>	10		A	<i>PIB per capita</i>	5	
B	<i>Serviço da dívida externa face às exportações</i>	10		B	<i>Taxa de crescimento anual do PIB</i>	10	
C	<i>Liquidez medida em meses de cobertura das importações</i>	5		C	<i>Taxa de inflação anual</i>	10	
D	<i>Experiência de "recolha" de divisas</i>	5		D	<i>Saldo orçamental face ao PIB</i>	10	
E	<i>Saldo da balança de transacções correntes face às exportações</i>	15		E	<i>Saldo da balança de transacções correntes face ao PIB</i>	15	
F	<i>Mercado paralelo de câmbios</i>	5					
TOTAL		50		TOTAL		50	

- *PIB per capita* (5 pontos): o PIB *per capita* de um determinado ano é convertido à taxa de câmbio média do USD e expresso em percentagem do PIB médio estimado do total dos países cobertos pelo ICRG. Os pontos atribuídos a esta variável vêm:

Pontuação da variável "PIB per capita"											
Intervalo	mais de 250	200 a 250	150 a 200	100 a 150	75 a 100	50 a 75	40 a 50	30 a 40	20 a 30	10 a 20	até 10
Pontos	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	0.0

- *Taxa de crescimento anual do PIB* (10 pontos): a taxa anual de crescimento do produto tomando como base o ano de 1990 a preços constantes, pontuada da seguinte forma:

		Pontuação da variável "Taxa de crescimento anual do PIB"																		
Intervalo	mais	5.0	4.0	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	0.0	-0.1	-0.5	-1.0	-1.5	-2.0	-2.5	-3.0	-3.5	-4.0	-5.0
	de	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	s	a	a	a
		6.0	5.9	4.9	3.9	2.9	2.4	1.9	1.4	0.9	0.4	-0.4	-0.9	-1.4	-1.9	-2.4	-2.9	-3.4	-3.9	-4.9
Pontos	10	9.5	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5

- *Taxa de inflação anual* (10 pontos): a taxa de inflação anual (estimada) medida pela média não ponderada do índice de preços do consumidor, em percentagem de variação. As pontuações desta variável obedecem à seguinte grelha:

		Pontuação da variável "Taxa de inflação anual"																			
Intervalo	0.0	2.0	3.0	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0	14.0	16.0	19.0	22.0	25.0	31.0	41.0	51.0	66.0	81.0	96.0	111.0	
	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	s
		1.9	2.9	3.9	5.9	7.9	9.9	11.9	13.9	15.9	18.9	21.9	24.9	30.9	40.9	50.9	65.9	80.9	95.9	110.9	130.9
Pontos	10	9.5	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	

- *Saldo orçamental face ao PIB* (10 pontos): o saldo estimado da conta geral do Estado (excluindo donativos) em percentagem do PIB estimado para o ano em causa. A pontuação varia de acordo com a escala seguinte:

		Pontuação da variável "Saldo orçamental face ao PIB"																			
Intervalo	mais	3.0	2.0	1.0	0.0	-0.1	-1.0	-2.0	-3.0	-4.0	-5.0	-6.0	-7.0	-8.0	-9.0	-10.0	-12.0	-15.0	-20.0	-25.0	
	de	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	m
		4.0	3.99	2.99	1.99	0.99	-0.9	-1.9	-2.9	-3.9	-4.9	-5.9	-6.9	-7.9	-8.9	-9.9	-11.9	-14.9	-19.9	-24.9	-29.9
Pontos	10	9.5	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	

- *Saldo da balança de transacções correntes face ao PIB* (15 pontos): o saldo estimado da BTC expresso em percentagem do PIB, medido pela seguinte grelha:

		Pontuação da variável "Balança de transacções correntes face ao PIB"																			
Intervalo	mais	8.0	6.0	4.0	2.0	1.0	0.0	-0.1	-1.0	-2.0	-4.0	-6.0	-8.0	-10.0	-12.0	-14.0	-16.0	-17.0	-18.0	-19.0	-20
	de	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
		10.0	8.9	7.9	5.9	3.9	1.9	0.9	-0.9	-1.9	-3.9	-5.9	-7.9	-9.9	-11.9	-13.9	-15.9	-16.9	-17.9	-18.9	-19.9
Pontos	15.0	14.5	14.0	13.5	13.0	12.5	12.0	11.5	11.0	10.5	10.0	9.5	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0

Intervalo	-21.0	-22.0	-23.0	-24.0	-25.0	-27.0	-30.0	-32.6	-35.0	mais
	a	a	a	a	a	a	a	a	a	de
		-21.9	-22.9	-23.9	-24.9	-26.9	-29.9	-32.5	-34.9	-39.9
Pontos	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	0.0

Tal como sucede para o risco-financeiro, a leitura do valor do índice de risco económico na grelha de pontuações definida para o risco composto, implica a sua multiplicação prévia por dois.

ANEXO 3. METODOLOGIA UTILIZADA PELO ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT

A nova metodologia introduzida em Janeiro de 1997 tem como base as respostas atribuídas pelos especialistas do EIU a um conjunto de questões qualitativas e quantitativas, relacionadas com a actual situação e perspectivas futuras do país. O índice de crédito é apresentado através das letras "A" a "E", representando "A" o menor risco e "E" o risco mais elevado. A cada uma destas letras corresponde uma escala numérica de zero a 100 (zero corresponde a "A" e 100 corresponde a "E").

A metodologia utilizada pelo EIU vê o risco-país de acordo com duas perspectivas distintas: **quatro categorias genéricas de risco** - risco político, risco de política económica, risco de estrutura económica e risco de liquidez - e **risco de exposição específico associado ao investimento num determinado instrumento (ou risco específico de investimento)**. As quatro categorias genéricas de risco são:

- **Risco político.** Trata-se do conjunto de factores menos quantificável, tendo um peso de 22% na pontuação global de risco-país. É composto por 11 variáveis de carácter subjectivo relacionadas com a qualidade da governação e a existência de conflitos internos e externos, divididas em duas sub-categorias: **estabilidade política** (*guerras, desordens sociais, alterações políticas sem incidentes, violência motivada pela política e conflitos internacionais*) e **actuação política** (*alternância de poder, qualidade das instituições, burocracia, transparência, corrupção e crime*);
- **Risco de política económica.** Com um peso de 28% na pontuação final, destina-se a medir a qualidade e consistência da política económica, através de 27 variáveis (quinze das quais de carácter subjectivo) subdivididas em cinco sub-categorias: i) **política monetária** (*taxa de inflação, direcção da inflação, políticas relativas à poupança, probabilidade de elevar as taxas de juro, instabilidade monetária, uso de instrumentos indirectos de política monetária, taxas de juro activas reais, cenário de evolução, liberalização financeira*); ii) **política fiscal** (*saldo do orçamento do sector público no PIB, número de anos de equilíbrio orçamental, capacidade de gerar receitas fiscais, dívida pública face ao PIB e direcção do rácio da dívida pública face ao PIB*); iii) **política cambial** (*apreciação real, avaliação da apreciação real, regime cambial, alterações nas perspectivas, expectativas quanto ao regime cambial, diferenciais de taxa de juro, diferença entre o câmbio oficial e paralelo*); iv) **política comercial** (*liberalização do comércio e exportações face ao PIB*) e v) **política de regulação** (*qualidade dos dados oficiais, políticas de IDE, atitude popular face ao IDE e restrições aos pagamentos*).
- **Risco de estrutura económica.** Tem um peso de 27% no índice global de risco e mede o risco de solvência, através da resposta a 29 questões (11 de carácter subjectivo) subdivididas em cinco categorias: i) **ambiente geral** (*taxas de juro de curto-prazo, crescimento real do PIB, suporte financeiro internacional, efeitos de contágio*); ii) **crescimento** (*poupança nacional face ao PIB, investimento face ao PIB, segurança social, eficiência do investimento, crescimento médio do PIB real, variação do PIB real face ao ano anterior e volatilidade do crescimento do PIB real*); iii) **dívida externa** (*história de defaults, dívida externa face às exportações, rácio do serviço da dívida e juros vencidos face às exportações*); iv) **conta corrente** (*anos acumulados de défices da BTC, projecção da conta corrente, magnitude da conta corrente, défice da conta corrente, dependência de um produto de exportação, dependência de uma categoria de bens de exportação e taxa de crescimento anual das receitas de exportação*) e v)

estrutura financeira (preço dos activos, performance das acções do sistema bancário, falências bancárias, ratings do sector bancário, alívio da dívida externa e peso do Estado no sector bancário).

- **Risco de liquidez.** Tem um pontuação de 23% no índice global e mede os potenciais desequilíbrios entre recursos disponíveis e necessidades de financiamento da economia. É composto por 10 indicadores, sendo dois de carácter subjectivo (*dívida externa de curto-prazo face às exportações, quebra percentual actual das reservas em divisas, quebra percentual prevista das reservas em divisas, IDE face às necessidades de financiamento, cobertura das importações, rácio entre recursos disponíveis e consumo, influxos de capital face às necessidades de financiamento, peso do agregado M2 nas reservas, acesso aos mercados de capitais e maturidade da dívida pública*).

O risco específico de investimento, está representado através de três categorias, de acordo com diferentes possibilidades de investimento em determinados instrumentos:

- **Risco Cambial.** Medição do risco associado a uma desvalorização real igual ou superior a 20% face ao USD, no período para onde são feitas projecções. As quatro categorias genéricas de risco são tomadas em consideração na medição do risco cambial, com os seguintes pesos: *risco de política económica (65%), risco de estrutura económica (17%), risco de liquidez (14%) e risco político (4%).*
- **Risco de Dívida Soberana.** Medição do risco associado a eventuais atrasos no pagamento de juros e capital de obrigações externas emitidas pelo Estado ou por ele garantidas. As quatro categorias genéricas de risco são tomadas em consideração na medição do risco de dívida soberana, com os seguintes pesos: *risco de liquidez (31%), risco de política económica (27%), risco de estrutura económica (27%) e risco político (15%).*
- **Risco do Sector Bancário.** Medição do risco associado a eventuais atrasos no pagamento de juros e capital de dívida externa (em divisas) emitida pelos bancos privados. O peso das quatro categorias genéricas de risco vem: *risco de estruturas económicas (45%), risco de política económica (35%), risco de liquidez (15%) e risco político (5%).*

Fonte: *Economist Intelligence Unit (1997).*

ANEXO 4. METODOLOGIA UTILIZADA PELA EUROMONEY

A *Euromoney* utiliza duas metodologias de análise: cálculo do risco-país e projecção económica. Para o cálculo do risco-país, a metodologia utilizada envolve a análise de nove categorias de risco, agrupadas em três tipos de indicadores: *indicadores analíticos*, *indicadores de crédito* e *indicadores de mercado*. O índice de crédito é calculado pela atribuição de ponderações a cada uma das nove variáveis, podendo cada variável atingir a pontuação máxima de 100 (risco nulo) e a mínima de zero (risco máximo). A pontuação final (PF) de cada variável é calculada da seguinte fórmula:

$$PF = \text{ponderação} / [(\text{pontuação máxima} - \text{pontuação mínima}) * (\text{pontuação} - \text{pont. mínima})]$$

As nove categorias utilizadas e respectivas ponderações vêm:

Dados económicos (25%). São retirados das projecções da *Euromoney* para o ano actual e seguinte.

Risco-político (25%). Os analistas da *Euromoney* atribuem entre zero (risco máximo) a 10 pontos (risco nulo) ao risco de não-pagamento de bens e serviços, empréstimos e não repatriamento dos lucros (IDE), não se apreciando o risco de cada agente económico em termos individuais. Cada país é pontuado comparativamente aos restantes países, bem como à sua pontuação do ano anterior.

Indicadores de dívida (10%). A pontuação é obtida pela utilização dos seguintes rácios: *serviço da dívida face às exportações* (A), *saldo da BTC face ao PIB* (B) e *dívida externa face ao PIB* (C). A fórmula utilizada é: $C + (A * 2) - (B * 10)$.

Dívida em default ou reescalorada (10%). É atribuída uma pontuação entre zero (toda a dívida em default) e 10 pontos (nenhum incidente negativo) à dívida externa em default ou reescalorada nos últimos 3 anos.

Ratings soberanos (10%). Média dos ratings soberanos do *Moody's*, *S&P* e *IBCA*.

Acesso a financiamento bancário (5%). Calculado de acordo com o peso dos empréstimos privados de longo-prazo no PIB.

Acesso a financiamento externo de curto-prazo (5%). A pontuação é calculada de acordo com informações prestadas por alguns dos principais bancos mundiais.

Acesso aos mercados de capitais (5%). Reflecte a facilidade com que país consegue aceder aos mercado de capitais, através da emissão de dívida (*bonds*) ou pela montagem de empréstimos sindicados. A pontuação varia entre zero (impossibilidade de acesso) e cinco pontos (acesso sem restrições).

Desconto em operações forfait (5%). Reflectem o período máximo médio, bem como os prémios de risco (*spreads*) com que estas operações são realizadas, comparativamente ao que sucede com países com pouco risco, como os Estados Unidos. Os países que não são elegíveis para este tipo de operações recebem zero pontos.

Relativamente às **projecções económicas**, a metodologia utilizada consiste na resposta a questões colocadas a 26 economistas dos principais bancos mundiais. Os analistas atribuem a cada país uma pontuação de zero a 100 para o ano corrente a ano seguinte, representando 100 a situação ideal, e zero o pior cenário de evolução possível. As questões abordam temas relacionados com a sustentabilidade do crescimento económico, política monetária, saldos do sector público e da balança de transacções correntes, desemprego e outros desequilíbrios estruturais.

Fonte: *Euromoney* (1997).

ANEXO 5. DADOS DO MODELO

CHINA

	IDE	RISCOMP	RISCPOL	RISCFIN	RISCECO
1985	1659	68.0	67.0	34.0	35.0
1986	1875	65.5	64.0	32.0	35.0
1987	2314	65.0	63.0	30.0	36.5
1988	3194	64.5	64.0	29.0	35.5
1989	3393	57.5	58.0	25.0	31.5
1990	3489	58.5	56.0	24.0	37.0
1991	4366	63.0	59.0	27.0	40.0
1992	11156	77.0	75.0	37.0	41.5
1993	27515	69.5	67.0	40.0	32.0
1994	33787	67.0	66.0	39.0	29.0
1995	35849	72.5	69.0	39.0	37.0

COREIA DO SUL

	IDE	RISCOMP	RISCPOL	RISCFIN	RISCECO
1985	234	64.0	61.0	31.0	35.5
1986	435	65	59.0	33.0	37.5
1987	601	70.5	62.0	42.0	37.0
1988	1014	75.0	64.0	48.0	38.0
1989	1118	75.0	62.0	48.0	39.5
1990	788	74.5	64.0	47.0	38.0
1991	1180	79.0	75.0	47.0	35.5
1992	727	80.5	75.0	47.0	39.0
1993	588	81.5	75.0	47.0	40.5
1994	809	81.5	76.0	47.0	40.0
1995	1776	81.5	77.0	46.0	40.0

FILIPINAS

	IDE	RISCOMP	RISCPOL	RISCFIN	RISCECO
1985	12	45.5	39.0	23.0	28.5
1986	127	49	44.0	20.0	34.0
1987	307	47.5	43.0	20.0	31.5
1988	936	45.5	40.0	21.0	30.0
1989	563	46.0	38.0	26.0	27.5
1990	560	41.0	33.0	22.0	27.0
1991	544	46.0	40.0	23.0	28.5
1992	228	61.5	55.0	34.0	34.0
1993	1238	66.5	61.0	36.0	35.5
1994	1591	68.5	65.0	37.0	35.0
1995	1478	67.5	62.0	37.0	35.5

INDONÉSIA

	IDE	RISCOMP	RISCPOL	RISCFIN	RISCECO
1985	310	54.5	47.0	26.0	35.5
1986	258	46.5	41.0	21.0	30.5
1987	385	46.5	41.0	21.0	30.5
1988	576	45.5	39.0	18.0	33.5
1989	682	55.0	44.0	31.0	35.0
1990	1093	66.5	56.0	42.0	35.0
1991	1482	67.5	55.0	44.0	35.5
1992	1777	69.0	59.0	42.0	36.5
1993	2004	70.0	62.0	41.0	37.0
1994	2109	70.0	62.0	40.0	38.0
1995	4348	69.5	63.0	39.0	37.0

MALÁSIA

	IDE	RISCOMP	RISCPOL	RISCFIN	RISCECO
1985	695	68.0	68.0	31.0	37.0
1986	489	65	64.0	27.0	39.0
1987	423	63.0	62.0	26.0	37.5
1988	719	65.0	58.0	31.0	41.0
1989	1668	70.0	61.0	39.0	39.5
1990	2332	77.5	70.0	45.0	40.0
1991	3998	76.5	70.0	45.0	38.0
1992	5183	78.5	70.0	45.0	42.0
1993	5006	81.0	74.0	45.0	42.5
1994	4348	80.5	74.0	43.0	43.5
1995	4132	80.5	76.0	43.0	42.0

SINGAPURA

	IDE	RISCOMP	RISCPOL	RISCFIN	RISCECO
1985	1047	77.5	78.0	38.0	39.0
1986	1710	78	76.0	38.0	41.5
1987	2836	78.5	79.0	38.0	39.5
1988	3655	78.0	77.0	42.0	37.0
1989	2887	80.5	77.0	46.0	37.5
1990	5575	84.0	80.0	48.0	40.0
1991	4887	84.0	80.0	48.0	40.0
1992	2204	84.0	77.0	48.0	43.0
1993	4686	84.0	77.0	48.0	43.0
1994	5480	85.5	80.0	48.0	42.5
1995	6912	86.0	80.0	48.0	44.0

TAILÂNDIA

	IDE	RISCOMP	RISCPOL	RISCFIN	RISCECO
1985	163	59.0	56.0	29.0	32.5
1986	263	60	54.0	29.0	36.5
1987	352	60.5	56.0	29.0	36.0
1988	1105	66.5	58.0	39.0	36.0
1989	1775	70.5	63.0	42.0	36.0
1990	2444	69.0	58.0	42.0	37.5
1991	2014	68.5	57.0	42.0	37.5
1992	2113	72.5	63.0	43.0	39.0
1993	1804	75.0	67.0	42.0	40.5
1994	1366	75.0	67.0	42.0	41.0
1995	2068	77.0	69.0	43.0	42.0

MÉDIA DOS SETE PAÍSES

	IDE	RISCOMP	RISCPOL	RISCFIN	RISCECO
1985	589	62.4	59.4	30.3	34.7
1986	737	61.3	57.4	28.6	36.3
1987	1 031	61.6	58.0	29.4	35.5
1988	1 600	62.9	57.1	32.6	35.9
1989	1 727	64.9	57.6	36.7	35.2
1990	2 326	67.3	59.6	38.6	36.4
1991	2 639	69.2	62.3	39.4	36.4
1992	3 341	74.7	67.7	42.3	39.3
1993	6 120	75.4	69.0	42.7	38.7
1994	7 070	75.4	70.0	42.3	38.4
1995	8 080	76.4	70.9	42.1	39.6

Este trabalho visa estudar a influência do risco-país nas entradas de investimento directo estrangeiro para os países em desenvolvimento. Procurámos perceber a génese e as principais formulações teóricas subjacentes ao conceito de risco-país, assim como os problemas relacionados com a sua medição, para uma completa apreensão da problemática em estudo. De igual forma, foi necessário rever os principais contributos teóricos do investimento directo estrangeiro, estudar a sua evolução e perceber a forma como pode ser condicionado pela existência de risco-país.

Com o propósito de demonstrar empiricamente a relação entre o risco-país e o investimento directo estrangeiro, construímos um modelo econométrico. As regressões efectuadas conduziram a ajustamentos estatisticamente significantes e a uma boa qualidade geral do modelo, tendo os resultados empíricos permitido verificar uma forte influência do risco-país nas entradas de investimento directo estrangeiro para os sete países analisados. Os resultados do modelo corroboraram as principais conclusões da parte teórica, no sentido de uma clara predominância do risco-político na explicação do investimento directo estrangeiro.

