

da Silveira, Marcos Antonio C.

Working Paper

A desagregação dos fluxos financeiros durante os eventos de parada súbita na entrada de capital externo

Texto para Discussão, No. 1827

Provided in Cooperation with:

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

Suggested Citation: da Silveira, Marcos Antonio C. (2013) : A desagregação dos fluxos financeiros durante os eventos de parada súbita na entrada de capital externo, Texto para Discussão, No. 1827, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/91346>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

1827

TEXTO PARA DISCUSSÃO

**A DESAGREGAÇÃO DOS FLUXOS FINANCEIROS
DURANTE OS EVENTOS DE PARADA SÚBITA NA
ENTRADA DE CAPITAL EXTERNO**

Marcos Antonio C. da Silveira

A DESAGREGAÇÃO DOS FLUXOS FINANCEIROS DURANTE OS EVENTOS DE PARADA SÚBITA NA ENTRADA DE CAPITAL EXTERNO

Marcos Antonio C. da Silveira*

*Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

Governo Federal

**Secretaria de Assuntos Estratégicos da
Presidência da República**
Ministro interino Marcelo Côrtes Neri



Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Marcelo Côrtes Neri

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Renato Coelho Baumann das Neves

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Rogério Boueri Miranda

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Rafael Guerreiro Osorio

Chefe de Gabinete

Sergei Suarez Dillon Soares

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2013

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: F21, F32

SUMÁRIO

SINOPSE	5
ABSTRACT	5
1 INTRODUÇÃO	7
2 EVENTOS DE PARADA SÚBITA: DESCRIÇÃO E IDENTIFICAÇÃO	9
3 DADOS E AMOSTRA DE EVENTOS	16
4 ANÁLISE EMPÍRICA	20
5 CONCLUSÕES	52
REFERÊNCIAS	53
ANEXO	54

SINOPSE

A conta financeira do balanço de pagamentos agrega um conjunto bastante heterogêneo de fluxos de capitais. Entre outras características, os investimentos externos diferem em termos de maturidade, risco, liquidez e receptor. Com esta perspectiva, o trabalho analisa comparativamente o comportamento dos principais componentes da conta financeira durante os eventos de parada súbita na entrada líquida de capital externo em países emergentes e desenvolvidos. Estes eventos são identificados na literatura como reduções bruscas e inesperadas no superávit da conta financeira de um país em consequência das decisões dos investidores externos de interromper os fluxos financeiros para este. O trabalho conclui que estes eventos são quase que inteiramente explicados pela contração dos fluxos de empréstimos e investimento em carteira, os quais em média possuem uma maturidade menor que o investimento direto. Além disso, aplicações em renda fixa e destinadas ao setor público são relativamente mais estáveis que as aplicações em renda variável ou destinadas para bancos e empresas privadas.

Palavras-chave: fluxo de capital externo; parada súbita.

ABSTRACTⁱ

The balance of payments' financial account aggregates a very heterogeneous set of capital flows. Among other features, these investments differ in terms of maturity, risk, liquidity and receptor. From this viewpoint, this paper analyzes comparatively the behavior of the main components of the financial account during the events of sudden stops in the net inflow of foreign capital to the emergent and developed countries. These events are identified in the literature as sharp and unexpected falls in the financial account surplus of a country as a result of the foreign investors' decisions to stop the financial flows to this country. The article concludes that these events are almost entirely explained by contraction of flows of portfolio investment flows and

i. As versões em língua inglesa das sinopses desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.
The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's publishing department.

loans, whose average maturities are lower than that of the direct investment. In addition, investments in fixed income and for the public sector are relatively more stable than investments in variable income and for banks and private companies.

Keywords: external capital flow; sudden stop.

1 INTRODUÇÃO

A composição dos passivos externos de um país – as participações relativas do investimento direto estrangeiro (IDE), do investimento em carteira e dos empréstimos – pode ser um importante determinante de seu desempenho econômico e de sua vulnerabilidade a crises externas por meio de dois tipos de mecanismos. Em primeiro lugar, os pagamentos periódicos oferecidos por algumas classes de passivos externos têm propriedades cíclicas relativamente mais atraentes no sentido de minimizar a volatilidade dos principais agregados macroeconômicos do país devedor e assim reduzir o custo social do pagamento das obrigações. Por exemplo, os lucros e dividendos pagos pelo investimento direto e pelo investimento em carteira de renda variável tendem a flutuar inversamente com o desempenho econômico do país devedor, enquanto o montante de juros prometido pelos contratos de dívida, securitizada ou não, independe do estado da economia doméstica. Desta forma, o investimento direto e as aplicações em renda variável permitem aos agentes domésticos compartilhar o risco de seus negócios com os credores externos, o que, por sua vez, contribui para estabilizar a renda doméstica e estimular os produtores nacionais a realizarem projetos mais arriscados e produtivos.

Em segundo lugar, a diferença de natureza e finalidade entre as classes de passivos externos se reflete na diferença de maturidade média entre estas, ou seja, o horizonte de tempo durante o qual os credores esperam receber o fluxo de rendimentos de suas aplicações. Os fluxos de investimento direto estrangeiro são, em grande escala, o resultado de decisões estratégicas de grandes corporações tomadas com base em suas expectativas acerca do desempenho econômico de longo prazo do país receptor. Logo, este tipo de investimento é intrinsecamente uma obrigação de prazo indeterminado e relativamente pouco sensível a choques no cenário econômico de curto prazo. Por sua vez, parcela considerável dos investimentos em carteira assume a forma de aplicações em ações e títulos de curto prazo, os quais são negociados em mercados altamente líquidos. Estes investimentos buscam explorar janelas de oportunidades oferecidas temporariamente pelas economias em desenvolvimento e, em um contexto de aprofundamento da globalização financeira, são capazes de migrar muito rapidamente de um país para outro. Assim, os fluxos destes investimentos mostram-se extremamente sensíveis a choques adversos de curto prazo no cenário econômico que deterioram a percepção dos investidores quanto ao desempenho e ao risco de crédito das economias receptoras. Da mesma forma, os fluxos de empréstimos são constituídos em boa parte por linhas de

financiamento do comércio exterior, de prazo curto, cuja rolagem pode ser automaticamente suspensa em um cenário de incerteza quanto à solvência da economia doméstica. Conseqüentemente, não é surpreendente que os fluxos de investimento direto sejam percebidos pelo mercado como relativamente bem mais estáveis e, portanto, menos susceptíveis de uma interrupção brusca e repentina quando a economia doméstica enfrenta uma interrupção de suas fontes usuais de financiamento externo.

Embora reconhecendo que o primeiro mecanismo – pagamentos com propriedades cíclicas desejáveis – não é menos importante para a saúde das economias receptoras de capital externo, este trabalho está focado no segundo mecanismo, por meio do qual a composição de seus passivos externos importa para seu desempenho econômico e sua solvência financeira: a estabilidade relativa dos fluxos de diferentes modalidades de capital externo. Mais especificamente, este trabalho procura contribuir com uma análise detalhada do comportamento dos diferentes componentes da conta financeira do balanço de pagamentos durante os eventos de parada súbita na entrada líquida de capital externo que abalaram ambas as economias emergentes e desenvolvidas nas últimas três décadas, os quais foram causados principalmente tanto por crises globais de liquidez externa, como pelo contágio da deterioração econômica de países relacionados. Neste sentido, o trabalho analisa as trajetórias dos fluxos financeiros internacionais em períodos de crise econômico-financeira, deixando para outra oportunidade uma investigação da volatilidade dos fluxos em condições normais de mercado.

O que motiva este trabalho é a implicação de seus resultados para a orientação da política cambial e de comércio exterior das economias nacionais que atravessam um acelerado processo de aprofundamento de sua integração comercial e financeira com o resto do mundo. É neste contexto que um cardápio variado de recomendações tem sido colocado à disposição dos governos para blindar suas economias dos efeitos perversos da volatilidade dos mercados financeiros internacionais sobre os preços relativos, bem como sobre os agregados macroeconômicos domésticos. No entanto, cabe atentar para o fato de que o capital externo entrando em um país agrega inúmeras classes de investimentos que reagem, diversamente, às políticas de controle vigente em função de suas características peculiares. Desta forma, no desenho da política ótima, é preciso, a princípio, desagregar a conta financeira a fim de distinguir as modalidades de capital externo cujos fluxos são relativamente mais afetados durante os eventos de parada súbita. Em seguida, é preciso identificar as variáveis econômico-financeiras que

determinam o tamanho e a persistência da queda de cada uma destas modalidades de capital durante os eventos de parada súbita, tais como o nível de reservas cambiais, o grau de abertura financeira e comercial, a situação fiscal e externa do país, bem como o tamanho e a composição da dívida externa. Por fim, a partir das conclusões de estudos anteriores, é preciso colocar em ação um conjunto de medidas consistentes que permitam atenuar a vulnerabilidade da economia doméstica à volatilidade do fluxo do capital externo. É esperado que estas medidas sejam capazes de atuar diretamente sobre os fatores determinantes dos fluxos das modalidades de capital externo com maior participação relativa nos eventos de parada súbita. Este trabalho se propõe a lançar luz sobre a parte inicial deste esforço mais amplo de construção de uma política eficiente de administração e controle da movimentação dos fluxos financeiros internacionais, ou seja, a identificação das modalidades de capital externo cujas entradas líquidas nas economias receptoras sofrem as contrações relativamente mais fortes durante os eventos de parada súbita. O trabalho se divide em cinco seções. A segunda seção descreve com mais precisão os eventos de parada súbita de capital externo, enfatizando seus problemas de identificação. A terceira seção descreve a base de dados e a amostra de eventos utilizada. A quarta apresenta e discute os resultados da análise empírica. A quinta resume as principais conclusões.

2 EVENTOS DE PARADA SÚBITA: DESCRIÇÃO E IDENTIFICAÇÃO

A alta volatilidade dos fluxos de capital internacional, com fases de excesso e escassez de liquidez para o financiamento externo dos países em desenvolvimento, levou a uma polarização das opiniões sobre os benefícios e custos do aprofundamento da integração financeira internacional. Uma vertente da literatura argumenta que a abertura financeira de um país pode impulsionar seu desenvolvimento econômico mediante diferentes canais: *i*) o maior acesso a crédito dos agentes econômicos domésticos, principalmente de firmas com dificuldade de financiamento doméstico, o que permite a realização de investimentos mais produtivos e arriscados; *ii*) a difusão de tecnologia e *know-how*, no caso do investimento direto; *iii*) o estímulo à competição e reestruturação no setor financeiro doméstico, com o conseqüente aumento da eficiência dos mercados e a ampliação do leque de instrumentos financeiros disponíveis; *iv*) a redução do grau de liberdade do governo doméstico na condução das políticas macroeconômicas, o que resulta em maior disciplina fiscal e eficiência da política monetária; e *v*) o aumento da diversificação da carteira de investimentos dos agentes domésticos e a conseqüente redução de seu risco sistemático.

Outra vertente da literatura argumenta que a volatilidade inerente dos fluxos de capital externo traz instabilidade e incerteza. Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995) e Mendoza e Smith (2006) são exemplos da literatura que se ocupa em avaliar os danos causados por crises precipitadas pelas ações de investidores externos sobre a economia doméstica. Stiglitz (2000) questiona os benefícios da globalização, justificando assim as barreiras para o acesso do capital externo aos mercados locais. Em linhas gerais, o comportamento pró-cíclico dos fluxos de capital externo tem um efeito perverso sobre a estabilidade macroeconômica. Consumo e gastos do governo doméstico crescem excessivamente nos períodos de bonança e contraem-se drasticamente nos períodos de seca, comprometendo no curto prazo a eficácia das políticas anticíclicas e impactando negativamente sobre o crescimento no longo prazo. Neste sentido, muitos países enfrentaram flutuações abruptas de capital externo nas décadas de 1980 e 1990. Na década passada, a volatilidade deste capital aumentou ainda mais, culminando na grande crise financeira de 2008-2009. Este fato renovou o interesse da literatura sobre as causas e consequências das flutuações dos fluxos de capital externo. Calvo (1998) argumenta que os países emergentes experimentam com frequência eventos caracterizados por uma interrupção brusca e inesperada na entrada líquida de capital externo, com efeitos devastadores sobre suas economias. Isto significa que a economia doméstica é então atingida por um choque adverso no balanço de pagamentos com origem na conta financeira, em decorrência da perda de acesso aos mercados financeiros internacionais. O ajuste da economia ao choque externo é feito por meio de uma combinação de contração e mudança da composição da despesa doméstica agregada, via políticas contracionistas e uma depreciação real da taxa de câmbio.

De forma geral, a crescente literatura sobre os eventos de parada súbita tem convergido para apontar três principais regularidades: *i)* os eventos não são infrequentes, afligindo boa parte das economias emergentes pelo menos uma vez por década; *ii)* os eventos são o resultado de decisões financeiras de investidores externos, não residentes, devendo então ser interpretados como choques externos sobre a conta financeira da economia doméstica; e *iii)* os eventos são acompanhados por uma forte contração do nível de atividade e investimento e/ou por uma forte depreciação cambial.

A partir desta caracterização, uma extensa literatura empírica tem se ocupado em testar a significância econômica e estatística do efeito sobre a probabilidade de uma parada súbita de uma série de variáveis econômicas e financeiras sugeridas pela teoria

de finanças internacionais. Parte das variáveis é de natureza global, tais como os níveis médios de taxa de juros e de liquidez internacional, a taxa de crescimento da economia internacional e o grau de aversão ao risco dos investidores internacionais. Estas variáveis afetam diretamente a disposição dos investidores em transferir seu capital para o exterior, independente dos fundamentos das economias receptoras. Outra parte das variáveis diz respeito às condições internas das economias receptoras, tais como a taxa de crescimento doméstica, o grau de integração comercial e financeira com o resto do mundo, a existência de controles de capital, o grau de rigidez da taxa de câmbio, os níveis de endividamento fiscal e externo, o tamanho do déficit em conta corrente e o volume de reservas cambiais acumuladas. Estas variáveis podem ter um efeito isolado e exclusivo sobre as decisões dos investidores internacionais, ou então podem fortalecer ou mitigar o efeito das variáveis globais sobre aquelas decisões. Não raro diferentes estudos chegam a conclusões divergentes, principalmente no que tange ao efeito dos controles de capital e do grau de integração financeira, de forma que está longe do fim a polêmica em torno da forma mais eficiente de se lidar com a volatilidade dos fluxos de capital externo. No entanto, alguns resultados parecem bem consolidados, tais como o efeito positivo do risco global e da rigidez cambial sobre a probabilidade de uma parada súbita.

A definição dos eventos de paradas súbitas como choques originados na conta financeira coloca um problema de identificação. Na ausência de reservas cambiais para cobrir o déficit no balanço de pagamentos, uma redução do superávit na conta financeira equivale exatamente a uma redução do déficit em conta corrente. Desta forma, uma redução do ingresso líquido de capital externo poderia também ter como origem um choque na conta corrente, não refletindo necessariamente uma escassez de capital externo. Isto poderia ser esperado em uma economia com anos de rápida expansão, na qual os déficits em conta corrente contribuiriam para o financiamento de elevadas taxas de investimento durante sua fase de crescimento. Ou então poderia refletir uma melhoria súbita nos termos de troca da economia doméstica. Nestes dois casos, a redução do déficit em conta corrente leva naturalmente a uma menor necessidade de financiamento externo, de forma que a redução do superávit na conta financeira não reflete uma parada súbita de capital externo. Não é difícil, contudo, separar os dois tipos de eventos, uma vez que os eventos de parada súbita no ingresso de capital externo são em geral acompanhados por uma brusca e severa deterioração dos agregados da economia doméstica, o que evidentemente não é esperado ocorrer nos eventos causados por inflexões na conta corrente.

Mesmo limitando o foco da análise aos choques originados na conta financeira, um segundo problema de identificação emerge do fato de que uma redução no superávit desta conta pode decorrer tanto de uma contração da entrada líquida de capital externo como de um aumento da saída líquida de capitais domésticos. O cenário usualmente descrito na literatura de paradas súbitas refere-se ao de uma economia vulnerável ao humor dos investidores estrangeiros, a qual de súbito se vê enfrentando uma forte restrição na oferta de financiamento externo. Contudo, uma redução no superávit da conta financeira pode também ser o resultado de um aumento da compra líquida de ativos externos por parte dos investidores domésticos, em busca de uma relação risco-retorno mais favorável para seu capital. Estes eventos são alternativamente conhecidos na literatura como “voos súbitos”, em oposição aos eventos causados por uma interrupção da entrada líquida de capital externo, conhecidos como “paradas súbitas verdadeiras”, ou simplesmente “paradas súbitas”. Neste caso, não é possível dizer que a economia doméstica enfrenta dificuldade de financiamento externo, muito menos que foi cortada dos mercados financeiros internacionais. Muito pelo contrário, os investidores locais têm amplo acesso ao mercado internacional e o utilizam para mover seus recursos para o exterior. Além disso, os danos provocados por estes eventos sobre a economia doméstica, em termos de contração da renda e depreciação real de sua moeda, são consideravelmente menos severos em relação aos danos causados pelas paradas súbitas verdadeiras. Outra diferença bem documentada na literatura é que as paradas súbitas verdadeiras, mesmo ocorrendo em diferentes países, costumam concentra-se em um mesmo período, o que reflete o tipo de choque externo por trás destes eventos, seja contágio, seja um aumento na aversão ao risco dos investidores externos. Ao contrário, eventos de voos súbitos em diferentes países são bem mais dispersos, refletindo o choque doméstico por trás destes eventos.

De fato, a literatura tem documentado que uma porção não trivial dos eventos de parada súbita é composta, na verdade, por eventos de voos súbitos, ou seja, eventos cuja origem é uma mudança da política de investimentos dos residentes do país doméstico. Um exemplo ilustrativo é a inversão da conta financeira de um superávit para um déficit ocorrido no Chile em 1998-1999, o qual tem sido usualmente qualificado na literatura como um evento de parada súbita verdadeira. Analisando este evento mais de perto, Faucette, Rothenberg e Warnock (2005) mostram que ele foi causado por um aumento agressivo da compra de títulos e ações por residentes e pela transferência de depósitos para o exterior. Apresentando fundamentos sólidos, a economia chilena não

foi excluída dos mercados financeiros internacionais. A redução do saldo de sua conta financeira refletiu um aumento da saída líquida de capitais domésticos, e não uma redução da entrada líquida de capital externo.

É crucial para os formuladores de política econômica avaliar a importância relativa dos diferentes tipos de eventos por trás de uma reversão abrupta e adversa da conta financeira. Isto porque a resposta de política mais apropriada para atenuar a vulnerabilidade da economia doméstica a um certo tipo de evento, seja ele uma parada súbita verdadeira ou um voo súbito, depende do conjunto específico de seus determinantes. Neste aspecto, vários estudos têm detectado que as variáveis com efeitos significativos sobre a probabilidade de uma reversão abrupta na conta financeira variam bastante entre estes dois tipos de eventos. Na raiz desta diferença está o fato de que as decisões financeiras dos investidores domésticos e externos podem divergir significativamente devido à existência de assimetrias de informação. Investidores domésticos podem desfrutar de informação superior acerca das instituições e do ambiente econômico-financeiro da economia doméstica, como, por exemplo, os aparelhos regulatórios, os sistemas tributário e jurídico. Além disso, as intervenções governamentais nos mercados financeiros domésticos podem prejudicar e restringir mais severamente as decisões dos investidores domésticos, de forma que estes podem muitas vezes preferir a segurança e a liquidez dos ativos externos à maior rentabilidade dos ativos domésticos. Forbes e Warnock (2011) analisam os efeitos de variáveis globais, domésticas e relativas a contágio sobre a probabilidade de ocorrência de movimentos extremos de capital em uma amostra de países emergentes e desenvolvidos. Eles concluem que o grau de aversão ao risco dos investidores e o clima de incerteza da economia mundial aumentam a probabilidade de ambos os eventos de parada súbita e de voo súbito. No entanto, uma redução da taxa de crescimento global influencia apenas as decisões dos investidores externos. Um resultado interessante é que o esperado efeito negativo da imposição de controles de capital sobre a probabilidade de uma parada súbita não é significativo, embora haja alguma evidência, ainda que não robusta, de que tais controles possam aumentar a probabilidade de um voo súbito.

Quando a reversão da conta financeira pode ser atribuída principalmente a eventos de parada súbita verdadeira, ou seja, a contrações abruptas e súbitas da oferta de capital externo, a recomendação política ótima poderia ser a imposição de controles seletivos sobre a entrada destes capitais, principalmente sobre os capitais especulativos

de curto prazo, os quais são os primeiros a tomar o caminho de volta com a piora do humor dos mercados. Neste caso, as perguntas colocadas às autoridades monetárias dizem respeito à eficiência das políticas para atenuar o impacto perverso da volatilidade dos fluxos de capital externo sobre a economia doméstica. Como evitar uma apreciação real excessiva e prolongada da moeda doméstica, com seu efeito devastador sobre a competitividade da indústria nacional? Como adequar o perfil do capital entrante às necessidades de crescimento da economia? Como administrar o volume de reservas e o uso de instrumentos financeiros para reduzir a exposição da economia a inflexões nas expectativas dos investidores? Como reestruturar e fortalecer as instituições e os mercados financeiros domésticos, capacitando-os para os desafios da globalização financeira? Por sua vez, as recomendações de política podem ser bastante distintas se os eventos de voos súbitos predominam na trajetória da conta financeira, os quais se caracterizam por uma migração de capitais domésticos para o exterior. Neste caso, a política ótima poderia ser o aperfeiçoamento do aparelho institucional dentro do qual funcionam os mercados financeiros domésticos, bem como o equilíbrio e a estabilidade macroeconômica.

Embora parte considerável dos eventos de parada súbita verdadeira seja detonada por choques financeiros e exógenos à economia doméstica, eles eventualmente também são detonados por choques idiossincráticos, específicos à economia doméstica, e muitas vezes sem uma raiz estritamente financeira. Ambos os tipos de choques afetam diretamente as expectativas e decisões dos investidores externos e, portanto, ambos podem, sem dúvida, ser qualificados como paradas súbitas verdadeiras de capital externo. O primeiro tipo de evento, relativo a choques externos, costuma ocorrer em um grande número de países simultaneamente, de forma que podem ser referidos como eventos sistêmicos de parada súbita. Neste tipo de evento, não ocorre uma mudança objetiva das condições de risco e retorno esperado dos ativos emitidos pela economia doméstica, como resultado da deterioração de seus fundamentos, mas sim uma redução da disposição dos investidores externos de comprar estes ativos, seja devido a um choque agregado na liquidez internacional, seja devido ao contágio dos problemas econômicos de um país sobre economias similares. Como observado acima, os efeitos recessivos deste tipo de evento sobre a economia doméstica são usados como um argumento a favor da implantação de controles seletivos de capital. O segundo tipo de evento, relativo a choques domésticos idiossincráticos, decorre em geral de uma rápida deterioração dos fundamentos econômicos de um país ou da insistência de seu governo em perseguir políticas econômicas insustentáveis no longo prazo. Por exemplo, uma sobrevalorização

irreal da moeda doméstica poderia causar uma expansão prolongada da despesa doméstica, financiada por meio de um aumento insustentável do endividamento externo. Por um lado, isto abalaria a percepção dos investidores externos quanto à solvência da economia doméstica, resultando em uma interrupção das fontes de financiamento externo. Por outro lado, é mesmo possível que as causas iniciais destes eventos idiossincráticos sequer sejam econômicas, tais como desastres naturais e instabilidade política. Aliás, os choques idiossincráticos podem tanto inibir a entrada de capital externo como estimular uma fuga de capitais domésticos para o exterior, ou seja, eles podem causar simultaneamente um voo súbito e uma parada súbita verdadeira.

Como os choques por trás desses dois tipos de eventos – choques exógenos e choques idiossincráticos – são notoriamente diferentes, também o são as prescrições de política econômica para atenuar a vulnerabilidade da economia doméstica a estes. No caso de eventos com raiz doméstica, em vez de levantar restrições à entrada de capitais, a política apropriada seria desviar a economia para uma trajetória sustentável no longo prazo. Com o objetivo de estudar os determinantes do primeiro tipo de evento de parada súbita descrito acima – os eventos detonados por choques exógenos à economia doméstica –, Calvo (1998) restringe sua amostra aos eventos acompanhados por uma forte deterioração da percepção do mercado quanto ao risco soberano global dos países emergentes. Desta forma, sua amostra acaba por consistir de grupos de eventos concentrados em um mesmo período. Ele conclui que, embora estes eventos sistêmicos de parada súbita sejam detonados por choques exógenos, sua magnitude e suas consequências dependem das condições internas das economias domésticas, em particular a existência de desequilíbrios externos e o grau de dolarização dos passivos dos agentes domésticos. Mais especificamente, a vulnerabilidade da economia doméstica aos eventos de parada súbita é exacerbada pela extensão do descasamento em moeda da dívida do setor público e privado e pela sensibilidade da taxa de câmbio real à interrupção da entrada de capital externo. Esta última, por sua vez, é tanto mais forte quanto maior o tamanho da queda proporcional na absorção doméstica de bens comerciáveis que é requerida para anular o déficit em conta corrente, a qual depende diretamente da proporção desta absorção financiada por meio da conta corrente.

3 DADOS E AMOSTRA DE EVENTOS

Os eventos de parada súbita analisados neste trabalho foram identificados em Forbes e Warnock (2011) mediante critério desenvolvido em Calvo, Izquierdo e Mejía (2004). Em linhas gerais, este critério acusa a ocorrência de uma parada súbita em um dado trimestre quando a redução do ingresso líquido de capital externo em relação ao trimestre anterior situa-se dois desvios-padrões abaixo da média das variações trimestrais do fluxo no passado recente.¹ Utilizando dados trimestrais extraídos do International Financial Statistics (IFS) e de instituições financeiras monetárias (IFMs) relativos aos fluxos da conta financeira de uma lista abrangente de países durante o período 1980-2009, Forbes e Warnock (2011) produzem uma amostra de 220 eventos de parada súbita ocorridos em 58 países. Cabe ter em mente que tais eventos foram identificados com base exclusivamente nas séries dos fluxos de entrada e saída de capitais de investidores externos, não residentes nos países receptores, não incorporando, portanto, as séries de fluxos relativos à saída líquida de capitais de investidores domésticos.²

Procedimentos alternativos para identificação de paradas súbitas são encontrados na literatura empírica. Calvo, Izquierdo e Mejía (2004) impõem sobre o procedimento anterior o requerimento adicional de que a interrupção do ingresso de capital externo em um país seja acompanhada por uma queda de seu produto agregado. Isto é feito com o propósito de excluir da amostra os eventos nos quais a redução do superávit da conta financeira foi causada por uma reversão da trajetória da conta corrente ou por uma melhoria nos termos de troca do comércio exterior, os quais não se configuram eventos típicos de paradas súbitas decorrentes do fechamento das fontes de financiamento externo. Alternativamente, Calvo, Izquierdo e Mejía (2008) procuram fazer esta distinção por meio da condição adicional de que a interrupção na entrada de capital externo seja acompanhada de um aumento na percepção do risco soberano global, a qual é medida pelo Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) divulgado pelo J.P. Morgan. O objetivo é novamente definir como parada súbita apenas os eventos detonados por decisões dos investidores externos. O inconveniente desta condição é que uma medida agregada de risco soberano implica considerar apenas os eventos sistêmicos de

1. Uma descrição mais detalhada deste critério encontra-se em Forbes e Warnock (2011).

2. Forbes e Warnock (2011) identificam separadamente eventos de parada súbita e de voos súbitos usando, respectivamente, as séries de fluxos de capitais relativas às transações de não residentes com ativos domésticos e às transações de residentes com ativos estrangeiros.

paradas súbitas, uma vez que são excluídos da amostra os eventos idiossincráticos decorrentes de uma deterioração dos fundamentos domésticos do país receptor, cuja percepção pelos investidores externos impacta negativamente no Emerging Markets Bonds Index (EMBI) do país em questão, mas não necessariamente no EMBI+ agregado.³

Outros procedimentos de identificação de paradas súbitas podem ser motivados por um conceito diferente de volatilidade dos fluxos de capitais. Por exemplo, Edwards (2004) identifica um evento quando a redução do saldo da conta financeira, em relação ao período anterior, é superior a uma dada proporção do produto interno bruto (PIB) corrente. Este procedimento acusa um número maior de eventos nos países com fluxos externos relativamente mais voláteis, ignorando assim o fato de que uma reversão no superávit de uma conta financeira altamente volátil é bem menos representativa como parada súbita que uma reversão de mesma magnitude em uma conta pouco volátil. Por seu turno, um procedimento baseado no desvio-padrão das variações do fluxo, como o adotado em Calvo (1998), acusa um número considerável de eventos mesmo em países cujos fluxos são relativamente estáveis pelos padrões internacionais.

A fim de minimizar o risco de identificação equivocada de eventos de parada súbita, Guidotti, Sturzenegger e Villar (2004) e Cowan, De Gregorio, Micco e Neilson (2008) acusam a ocorrência de um evento somente quando são observadas as condições de ambos os procedimentos acima descritos. De qualquer forma, é desnecessário dizer que a escolha do procedimento mais adequado é ainda uma questão controversa na literatura. Este trabalho lança mão do procedimento em Calvo, Izquierdo e Mejía (2004) porque este não depende de dados trimestrais para o PIB, possibilitando assim a identificação de eventos em uma gama maior de países e em um período de tempo mais extenso. Além disso, este procedimento é mais amplamente difundido na literatura, o que torna os resultados deste trabalho comparáveis com os de outros trabalhos correlatos.

Coerente com o estudo de Forbes e Warnock (2011), as séries dos fluxos de todas as contas analisadas neste trabalho englobam apenas os movimentos de entrada e saída de recursos externos decorrentes da compra ou venda de ativos domésticos

3. Calvo, Izquierdo e Mejía (2004; 2008) constroem séries mensais de fluxos financeiros a partir das séries mensais das contas do balanço de pagamentos que possuem dados disponíveis numa frequência mensal. Embora este procedimento permita maximizar a chance de detectar um evento, tem o inconveniente de não usar observações diretas da conta financeira, o que somente é possível com dados trimestrais.

por investidores não residentes. Como se trata de uma variação de estoque, tais fluxos podem ser positivos ou negativos, significando neste segundo caso que a liquidação bruta de ativos domésticos por não residentes superou sua aquisição bruta. O trabalho deixa para outra oportunidade o estudo do comportamento dos fluxos decorrentes da aquisição de ativos externos por investidores residentes. Alternativamente, estudos alternativos identificam os eventos de parada súbita a partir da trajetória do saldo líquido da conta financeira, o qual é definido como a diferença entre a compra líquida de ativos domésticos por não residentes e a compra líquida de ativos externos por residentes. Em seguida, estes eventos são classificados em *paradas súbitas* e *voos súbitos*, segundo a importância relativa das variações das compras líquidas de residentes e não residentes na variação da conta financeira líquida.

Para estudar as trajetórias dos principais componentes da conta financeira nos eventos de parada súbita, o trabalho segue o critério adotado pelo IFS/FMI de desagregação dos fluxos da conta financeira em investimento direto, investimento em carteira, outros investimentos e derivativos financeiros. A conta de investimentos em carteira inclui todas as transações entre residentes e não residentes com ativos financeiros de qualquer maturidade negociados no mercado monetário e no mercado de capitais. Esta conta é desagregada em investimentos de renda variável e investimentos de renda fixa. A conta de outros investimentos inclui todas as transações entre residentes e não residentes que não foram incluídas nas contas anteriores. As principais categorias são empréstimos e financiamentos bancários, depósitos em moeda e linhas de financiamento do comércio exterior. Por esta razão, esta conta é referida neste trabalho simplesmente como empréstimos. Esta conta é desagregada em quatro subcontas, segundo a natureza do receptor doméstico do fluxo externo: bancos, autoridade monetária, governo geral e outros setores. A conta de bancos agrega os fluxos captados pelo setor bancário privado, enquanto a conta outros setores agrega os fluxos captados pelo setor privado não bancário. Este trabalho agrega as contas autoridade monetária e governo geral em uma única conta, denominada governo, a qual reúne, portanto, as transações entre não residente e o setor oficial da economia doméstica. O trabalho não analisa a série dos fluxos da conta de derivativos financeiros. Uma vez que esta série é bastante curta em relação às outras rubricas, sua inclusão no estudo limitaria bastante o tamanho da amostra. Além disso, os valores desta conta são também relativamente pequenos, não impactando nas principais conclusões do trabalho. Desta forma, o saldo da conta financeira no trabalho é a soma dos saldos das contas de investimento direto, de investimento em carteira e de

outros investimentos (empréstimos), não coincidindo, portanto, com o saldo da conta financeira disponível no IFS/FMI.

As séries de fluxos da conta financeira e de seus componentes disponíveis no IFS/FMI excluem os fluxos agrupados nas contas de reservas e de financiamento excepcional. A conta de reservas engloba as transações com ativos externos prontamente disponíveis e controlados pelas autoridades monetárias, com o objetivo de financiar diretamente os déficits no balanço de pagamentos e as intervenções da autoridade monetária no mercado de câmbio. A conta de financiamento excepcional engloba as transações de empréstimos realizados pelas autoridades do país doméstico com o objetivo de financiar o déficit total do balanço de pagamentos, além do uso das reservas cambiais. Como o objetivo deste trabalho é estudar o comportamento dos fluxos financeiros originados a partir das decisões dos agentes econômicos externos, não residentes, faz todo sentido que o trabalho também exclua da conta financeira as transações com reservas e financiamento excepcional.

Para 14% dos eventos identificados em Forbes e Warnock (2011), dados de boa qualidade não são disponíveis para todos os componentes importantes da conta financeira por um período relevante, centrado no trimestre do evento. Algumas séries chegam a apresentar uma sequência de valores nulos, não ficando claro se isto significa dados indisponíveis ou não entrada e saída de recursos. Desta forma, a amostra utilizada neste trabalho fica limitada a um subconjunto de 189 eventos de paradas súbitas, dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países de economia emergente. A amostra é apresentada nas tabelas A.1 e A.2 do anexo A, com o nome do país, o ano e o trimestre de ocorrência do evento. Embora mais de um evento possa ocorrer em um mesmo país, os eventos encontram-se difusamente distribuídos entre os países da amostra, reduzindo-se o risco de os resultados refletirem o comportamento dos fluxos em alguns poucos países.

As séries de todos os fluxos analisados neste trabalho foram extraídas do IFS/FMI e estão expressas em bilhões de dólares. Os fluxos foram convertidos para dólares, com valor referente a janeiro de 2011, por meio da série trimestral do deflator do PIB norte-americano disponível no IFS/FMI. Os resultados mudam muito pouco quando os fluxos originais em dólares correntes são utilizados. Os fluxos não foram normalizados pelo PIB. Primeiro, porque isto reduziria bastante o tamanho da amostra, devido

à indisponibilidade de dados trimestrais para muitos países. Segundo, porque a análise do trabalho gira em torno do comportamento dos fluxos na proximidade dos eventos, de forma que mudanças significativas no PIB não são observadas. Terceiro, porque o trabalho também estuda o comportamento dos fluxos com dados normalizados pelo desvio-padrão dos fluxos, já capturando assim mudanças na magnitude dos fluxos provocadas pelo crescimento das economias.

É importante levar em conta, na interpretação dos resultados, que as três principais rubricas da conta financeira – investimento direto, investimento em carteira e empréstimos – diferem entre si em relação à natureza do investimento, e não em relação à natureza do devedor. Por exemplo, o ingresso de recursos externos para a compra de ativos soberanos domésticos pode impactar tanto a conta de investimento em carteira, mediante a compra de títulos públicos, como a conta de outros investimentos, por meio da concessão de empréstimos para bancos oficiais. De certa forma, este aspecto dos dados pode dificultar bastante a obtenção de respostas para algumas perguntas importantes, tal como o impacto da atuação do governo doméstico como recipiente de recursos externos sobre a probabilidade de ocorrência de uma parada súbita na entrada de capital externo.

4 ANÁLISE EMPÍRICA

Esta seção descreve e interpreta os resultados do trabalho. A subseção 4.1 analisa comparativamente as trajetórias dos fluxos dos principais componentes da conta financeira do balanço de pagamentos durante os eventos de parada súbita, tanto para países emergentes como para países desenvolvidos. Em seguida, a subseção 4.2 analisa a importância relativa da variação do fluxo de cada componente para estes eventos.

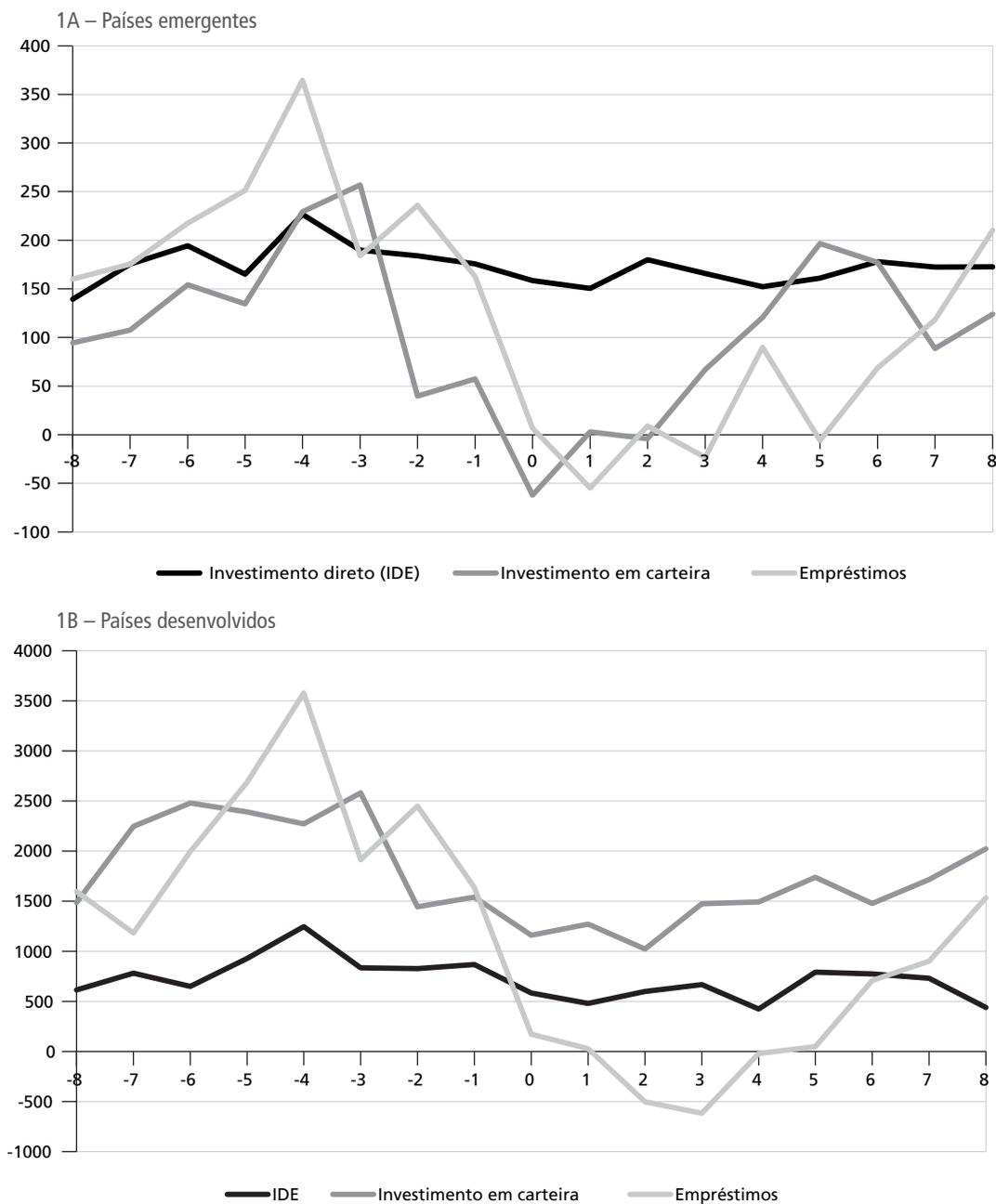
4.1 Desagregando a conta financeira nos eventos de parada súbita

Esta seção apoia-se em um conjunto de estatísticas para medir e comparar a magnitude das variações do fluxo dos componentes da conta financeira nos eventos de parada súbita. Países desenvolvidos e países emergentes são analisados separadamente. O trabalho começa com uma análise das trajetórias dos fluxos das três principais rubricas da conta financeira: o investimento direto, o investimento em carteira e a conta de outros investimentos. Devido a sua composição, esta última é convenientemente

referida no trabalho como conta de empréstimos. Como as três contas diferem entre si na maturidade média do investimento, é possível, com esta análise, verificar se esta característica do investimento importa para sua importância relativa nos eventos de parada súbita. Em seguida, o trabalho analisa comparativamente as trajetórias das duas rubricas que compõe o investimento em carteira: as aplicações de renda variável e as aplicações de renda fixa. Isto permite investigar a importância relativa dos diferentes segmentos do mercado de capitais para os eventos de parada súbita. Por último, o trabalho analisa comparativamente as trajetórias das rubricas da conta de empréstimos: bancos, outros setores, autoridade monetária e governo geral. A conta de bancos agrega os fluxos externos captados pelo setor bancário privado doméstico, enquanto a conta outros setores agrega os fluxos externos captados pelo setor privado não bancário doméstico. As contas autoridade monetária e governo geral são reunidas em uma única conta, denominada governo, a qual agrega, portanto, os fluxos externos captados pelo setor público doméstico. Como estas contas diferem basicamente em relação à natureza do receptor doméstico, é possível, desta forma, verificar se esta característica do investimento externo importa para sua importância relativa no evento de parada súbita.

Para cada evento de parada súbita da amostra, é construída uma série para o fluxo de cada componente da conta financeira desde o oitavo trimestre anterior até o oitavo trimestre posterior ao evento. O trimestre $t=0$ corresponde ao trimestre do evento, de forma que os trimestres $t=s$ e $t=-s$ ($s=1,2,3,\dots,8$) correspondem aos s -ésimos trimestres imediatamente posterior e anterior ao trimestre do evento respectivamente. O gráfico 1 e as tabelas de 1 a 4 são construídos com base nestas séries. A escolha de um período de quatro anos em torno de cada evento parece bastante apropriada para se analisar não apenas a trajetória dos fluxos no passado recente, como também a velocidade de seu processo de recuperação no futuro próximo. A escolha de um intervalo de tempo maior acaba por incluir períodos muito afastados e, portanto, pouco representativos do cenário econômico no qual se verificou o evento.

GRÁFICO 1
Fluxos agregados trimestrais centrados na parada súbita – componentes da conta financeira
 (Em US\$ bilhões)



Fonte: International Financial Statistics/Fundo Monetário Internacional (IFS/FMI).
 Obs.: no eixo horizontal, $t=0$ indica o trimestre da parada súbita. Os fluxos foram convertidos para dólares de janeiro de 2011 por meio da série trimestral do deflator do produto interno bruto (PIB) norte-americano. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

O gráfico 1 mostra as trajetórias dos fluxos agregados das três principais rubricas da conta financeira no período que abrange os oito trimestres anteriores e os oito trimestres posteriores ao trimestre do evento de parada súbita. O fluxo agregado de uma rubrica em um trimestre t ($t=-8, \dots, 0, \dots, 8$) qualquer é a soma dos fluxos desta rubrica neste trimestre de todos os eventos da amostra. No que tange aos países emergentes, o fluxo agregado do investimento direto permanece relativamente estável durante todo o período considerado antes e após o trimestre do evento. Aparentemente não há uma redução abrupta deste fluxo no trimestre do evento, nem em relação ao trimestre imediatamente anterior, nem em relação à média dos trimestres anteriores. Uma trajetória bem diferente é seguida pelos fluxos das outras duas rubricas. É notório que ambos os fluxos de investimento em carteira e de empréstimos sofrem uma queda abrupta no trimestre do evento. A entrada líquida de empréstimos é praticamente nula, de forma que os novos empréstimos foram suficientes apenas para rolar os antigos. Por sua vez, a entrada líquida de investimentos em carteira é negativa, indicando uma queima de ativos domésticos por investidores estrangeiros. Outro fato relevante é a velocidade de recuperação bastante distinta das rubricas após o evento. Enquanto o fluxo do investimento em carteira alcança, já no terceiro trimestre após o evento, o mesmo patamar do primeiro trimestre anterior ao evento, no caso do fluxo de empréstimos esta recuperação só acontece em torno do sétimo trimestre posterior ao evento. Isto provavelmente se deve à maior flexibilidade dos fluxos de carteira em responder a mudanças nas condições de mercado, e sugere também que interrupções no fluxo de empréstimos comerciais podem ter efeitos mais perversos sobre a economia no médio prazo.

No que tange aos países desenvolvidos, o gráfico 1 mostra que os fluxos agregados do investimento direto e da conta de empréstimos seguem trajetórias bem parecidas com as dos países emergentes. Enquanto o fluxo do investimento direto permanece relativamente estável durante todo o período em torno da parada súbita, o fluxo dos empréstimos sofre uma queda abrupta no trimestre da parada súbita, tornando-se praticamente nulo. Além disso, nos dois grupos de países, é bastante lenta a recuperação do fluxo de empréstimos após o evento. Por seu turno, ao contrário do que ocorre com os países emergentes, o fluxo agregado do investimento em carteira para os países desenvolvidos sofre apenas uma pequena queda no trimestre do evento, em relação ao trimestre anterior, recuperando-se plenamente após um período de três trimestres.

TABELA 1
Proporção dos eventos com redução do fluxo no trimestre da parada súbita – referência: últimos dois anos
 (Em %)

	Conta financeira	IDE	investimento em carteira	Empréstimos
Todos	83,60	58,73	67,20	64,55
Emergentes	84,71	55,29	71,76	65,88
Desenvolvidos	82,69	61,54	63,46	63,75
	Investimento em carteira	Renda variável	Renda fixa	-
Todos	67,20	54,19	65,16	-
Emergentes	71,76	61,54	70,77	-
Desenvolvidos	63,46	48,89	61,11	-
	Empréstimos	Governo	Bancos	Outros setores
Todos	64,55	40,32	58,06	60,75
Emergentes	65,88	42,70	56,18	64,04
Desenvolvidos	63,75	38,14	59,79	57,73

Fonte: IFS/FMI.

Obs.: os fluxos foram convertidos para dólares de janeiro de 2011 por meio da série trimestral do deflator do PIB norte-americano. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

TABELA 2
Variação média do fluxo no evento de parada súbita – referência: últimos dois anos
 (Em US\$ bilhões)

	Conta financeira	IDE	investimento em carteira	Empréstimos
Todos	-86,94	6,34	-139,41	-160,99
Emergentes	-102,74	9,61	-305,38	-106,01
Desenvolvidos	-74,21	3,66	-17,82	-200,18
	Investimento em carteira	Renda variável	Renda fixa	-
Todos	-139,41	-74,29	-188,02	-
Emergentes	-305,38	-227,11	-473,64	-
Desenvolvidos	-17,82	32,69	6,88	-
	Empréstimos	Governo	Bancos	Outros setores
Todos	-160,99	48,40	-86,13	-70,22
Emergentes	-106,01	-67,54	-123,97	-135,16
Desenvolvidos	-200,18	139,23	-56,10	-79,92

Fonte: IFS/FMI.

Obs.: os fluxos foram convertidos para dólares de janeiro de 2011 por meio da série trimestral do deflator do PIB norte-americano. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

Complementando as informações do gráfico 1, a tabela 1 mostra, para cada rubrica da conta financeira, a proporção dos eventos da amostra nos quais o fluxo da rubrica sofreu, no trimestre do evento, uma queda em relação à média de seus fluxos nos dois anos (oito trimestres) anteriores ao evento. Para os países emergentes, esta proporção é ligeiramente maior que a metade dos eventos, para o investimento direto; e em torno de 55%, elevando-se para aproximadamente 72% e 66%, em se tratando

do investimento em carteira e da conta de empréstimos, respectivamente. Para os países desenvolvidos, esta proporção gira em torno de 62% no caso do investimento direto, aumentando levemente em torno de 2 pontos percentuais (p.p.) no caso das duas outras rubricas. A tabela 2 mostra a média entre os eventos da variação proporcional do fluxo da rubrica no trimestre do evento em relação à média de seus fluxos nos dois anos anteriores ao evento. O fluxo de investimento direto para os países emergentes e desenvolvidos aumenta de 9,61% e 3,66%, respectivamente, durante os eventos de parada súbita. No entanto, enquanto nos países emergentes a queda de 305,38% no investimento em carteira supera em boa medida a queda de 106,01% no fluxo de empréstimos, o resultado inverso ocorre em relação aos países desenvolvidos, com a queda de 200,18% no fluxo de empréstimos, superando de longe a queda de 17,82% no investimento em carteira. As tabelas 3 e 4 mostram praticamente as mesmas estatísticas das tabelas 1 e 2, com a única diferença de que agora a queda do fluxo no trimestre do evento é medida em proporção ao fluxo do trimestre imediatamente anterior.

TABELA 3
Proporção dos eventos com redução do fluxo no trimestre da parada súbita –
referência: trimestre anterior
(Em %)

	Conta financeira	IDE	Investimentos em carteira	Empréstimos
Todos	67,20	43,39	47,09	49,74
Emergentes	67,06	35,29	43,53	48,24
Desenvolvidos	67,31	50,00	50,00	50,96
	Investimento em carteira	Renda variável	Renda fixa	-
Todos	47,09	43,23	47,10	-
Emergentes	43,53	43,08	42,87	-
Desenvolvidos	50,00	43,33	50,00	-
	Empréstimos	Governo	Bancos	Outros setores
Todos	49,74	34,95	43,01	40,86
Emergentes	48,24	34,83	40,45	47,19
Desenvolvidos	50,96	35,05	45,36	35,05

Fonte: IFS/FMI.

Obs.: os fluxos foram convertidos para dólares de janeiro de 2011 por meio da série trimestral do deflator do PIB norte-americano. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

TABELA 4
Varição média do fluxo no evento de parada súbita – referência: trimestre anterior
 (Em US\$ bilhões)

	Conta financeira	IDE	Investimento em carteira	Empréstimos
Todos	113,91	52,37	-127,78	-91,86
Emergentes	-8,53	68,18	-171,45	-63,97
Desenvolvidos	213,98	39,07	-103,12	-113,05
	Investimento em carteira	Renda variável	Renda fixa	–
Todos	-127,78	41,73	-43,85	–
Emergentes	-171,45	-70,42	-125,88	–
Desenvolvidos	-103,12	114,20	-1,05	–
	Empréstimos	Governo	Bancos	Outros setores
Todos	-91,86	-56,53	-85,00	-46,94
Emergentes	-63,97	-30,16	-74,01	-65,47
Desenvolvidos	-113,05	-79,60	-94,27	-26,21

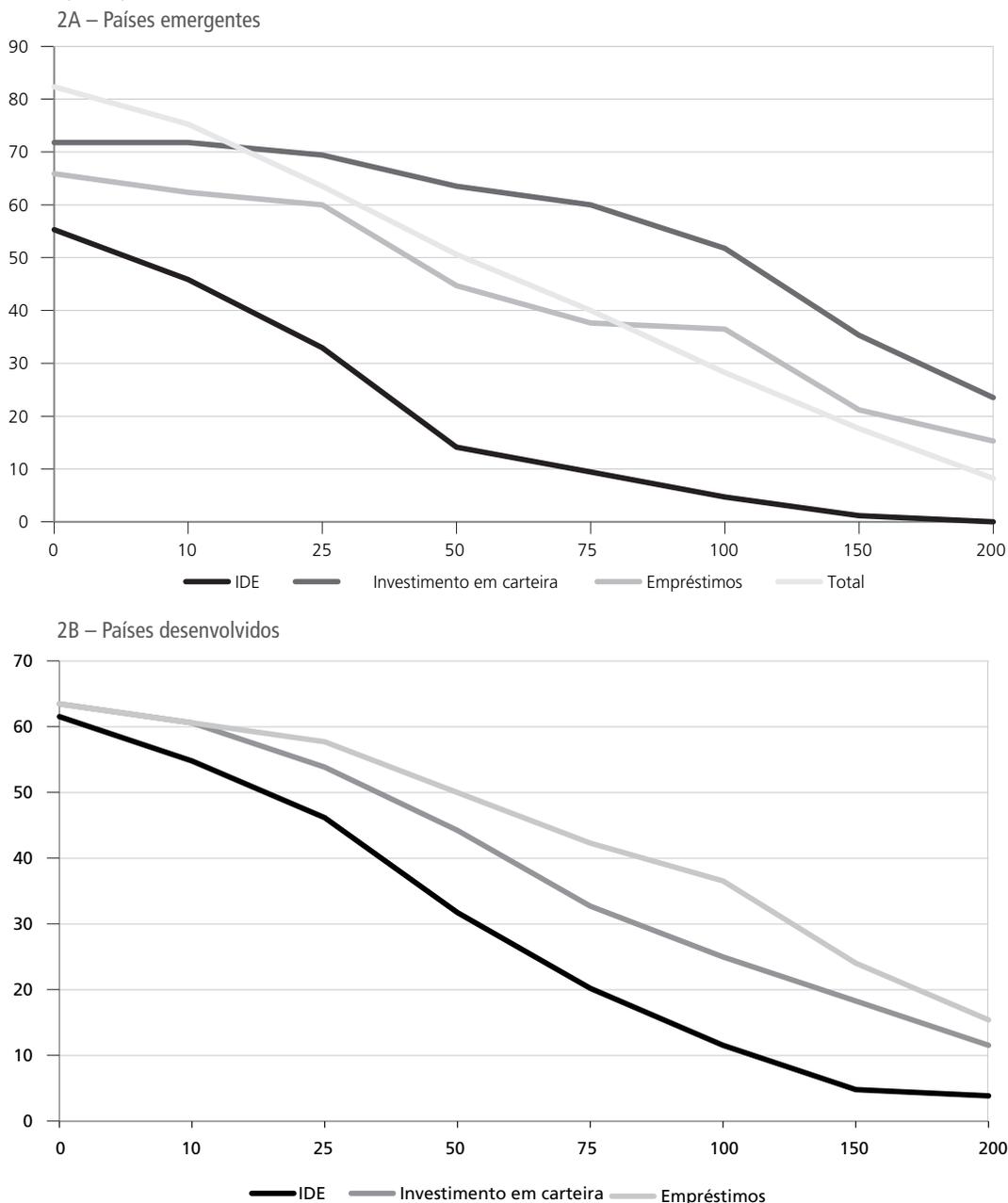
Fonte: IFS/FMI.

Obs.: os fluxos foram convertidos para dólares de janeiro de 2011 por meio da série trimestral do deflator do PIB norte-americano. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

Quanto aos países emergentes, uma proporção ainda menor de eventos, em torno de 35%, apresenta uma queda no fluxo do investimento direto no trimestre do evento, o qual aumenta, em média, 68% em relação ao trimestre anterior. Quanto aos fluxos do investimento em carteira e dos empréstimos, esta proporção se eleva para 43,5% e 48,2%, os quais sofrem uma queda de 171,5% e 64% em relação ao trimestre anterior, respectivamente. Em relação aos países desenvolvidos, os fluxos das três rubricas sofreram uma contração em relação ao trimestre anterior na metade dos eventos. Na média dos eventos, enquanto o fluxo do investimento direto aumenta 39% em relação ao trimestre anterior, os fluxos do investimento em carteira e dos empréstimos diminuem 103% e 113%, respectivamente.

Os resultados anteriores são corroborados pelo gráfico 2, o qual mostra para cada rubrica a proporção de eventos da amostra nos quais o fluxo da rubrica sofreu, no trimestre do evento, uma redução proporcional em relação à média dos oito últimos trimestres, superior a cada uma das porcentagens marcadas no eixo horizontal.

GRÁFICO 2
Distribuição da redução proporcional do fluxo no trimestre da parada súbita em relação aos dois últimos anos – componentes da conta financeira
(Em %)



Fonte: IFS/IFM.

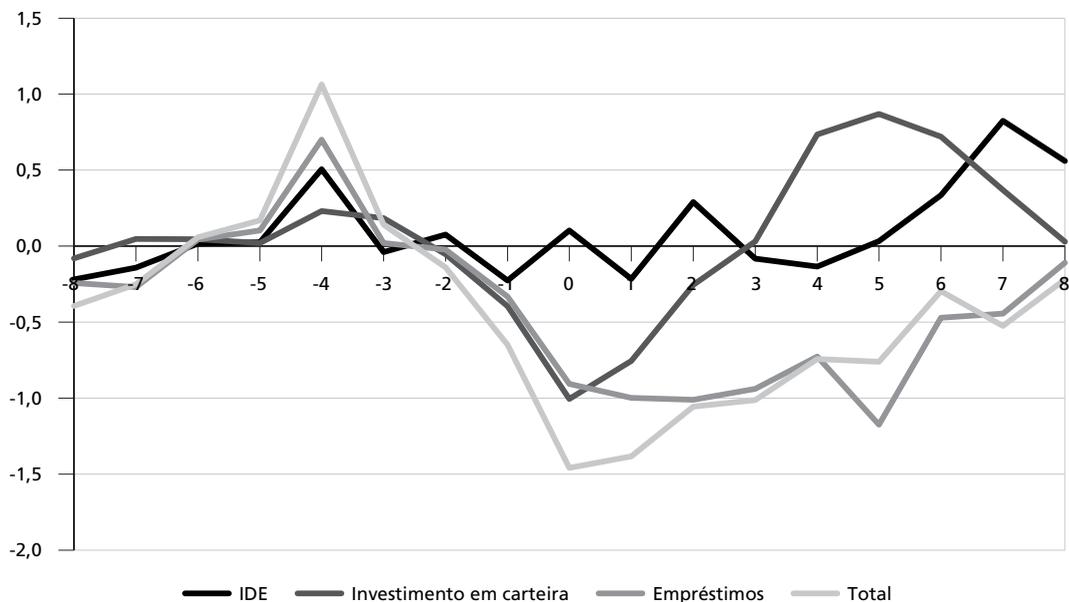
Obs.: cada gráfico mostra a proporção de eventos da amostra nos quais o fluxo da rubrica sofreu no trimestre do evento uma redução proporcional em relação à média dos oito últimos trimestres, superior a cada uma das porcentagens do eixo horizontal. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

No que tange aos países emergentes, é notório que, para qualquer porcentagem, a proporção de eventos é menor para o investimento direto e maior para o investimento em carteira. Em relação aos países desenvolvidos, o investimento direto também apresenta a menor proporção de eventos para qualquer porcentagem. No entanto, ao contrário dos países emergentes, os empréstimos são a rubrica que agora apresentam a maior proporção de eventos para quase todos os níveis de queda percentual. Outro resultado importante é que, para qualquer porcentagem, a proporção de eventos com queda no fluxo de investimentos acima deste nível é maior para os países emergentes em relação aos países desenvolvidos.

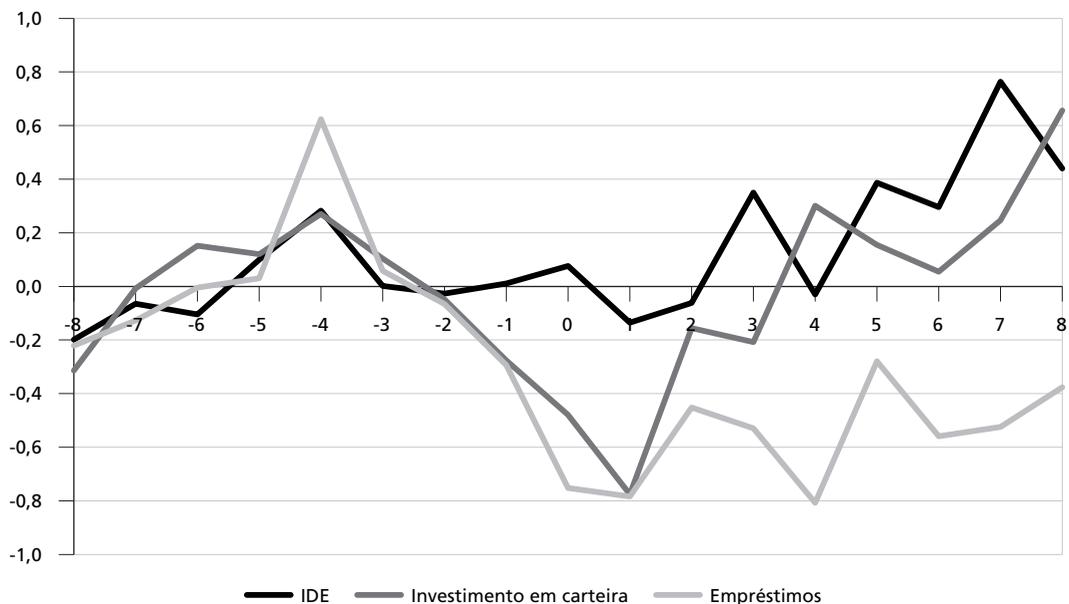
Um sério problema com o gráfico 1 é a evolução dos fluxos agregados de uma rubrica, a qual pode estar sendo influenciada pelos eventos ocorridos em um pequeno grupo de grandes países, em termos da magnitude de seus fluxos de capitais. Por exemplo, o fluxo agregado é bem mais afetado por uma queda de 1% no fluxo para os Estados Unidos que por uma queda de 50% no fluxo agregado para Sri Lanka. Uma vez que o foco do trabalho é o comportamento médio dos fluxos entre os países, e não o comportamento do fluxo agregado. É preciso encontrar uma forma de normalizar os fluxos dos diferentes países da amostra de forma a não subestimar o efeito dos eventos de parada súbita ocorridos em pequenos países sobre os resultados aqui encontrados. Para tanto, em primeiro lugar, calcula-se para cada evento da amostra a média e o desvio-padrão dos fluxos relativos aos oito trimestres imediatamente anteriores ao trimestre do evento. Em seguida, toda a série de fluxos do evento de $t=-8$ a $t=8$ é descontada daquela média e dividida por aquele desvio-padrão, resultando na série de fluxos normalizados do evento. Finalmente, para cada trimestre de $t=-8$ a $t=8$, calcula-se a média dos fluxos normalizados de todos os eventos relativos a este trimestre. O gráfico 3 mostra a evolução desta média de fluxos normalizados para cada uma das três principais rubricas da conta financeira.

GRÁFICO 3
Média dos fluxos trimestrais normalizados pelo desvio-padrão centrados na parada súbita – componentes da conta financeira

3A – Países emergentes



3B – Países desenvolvidos



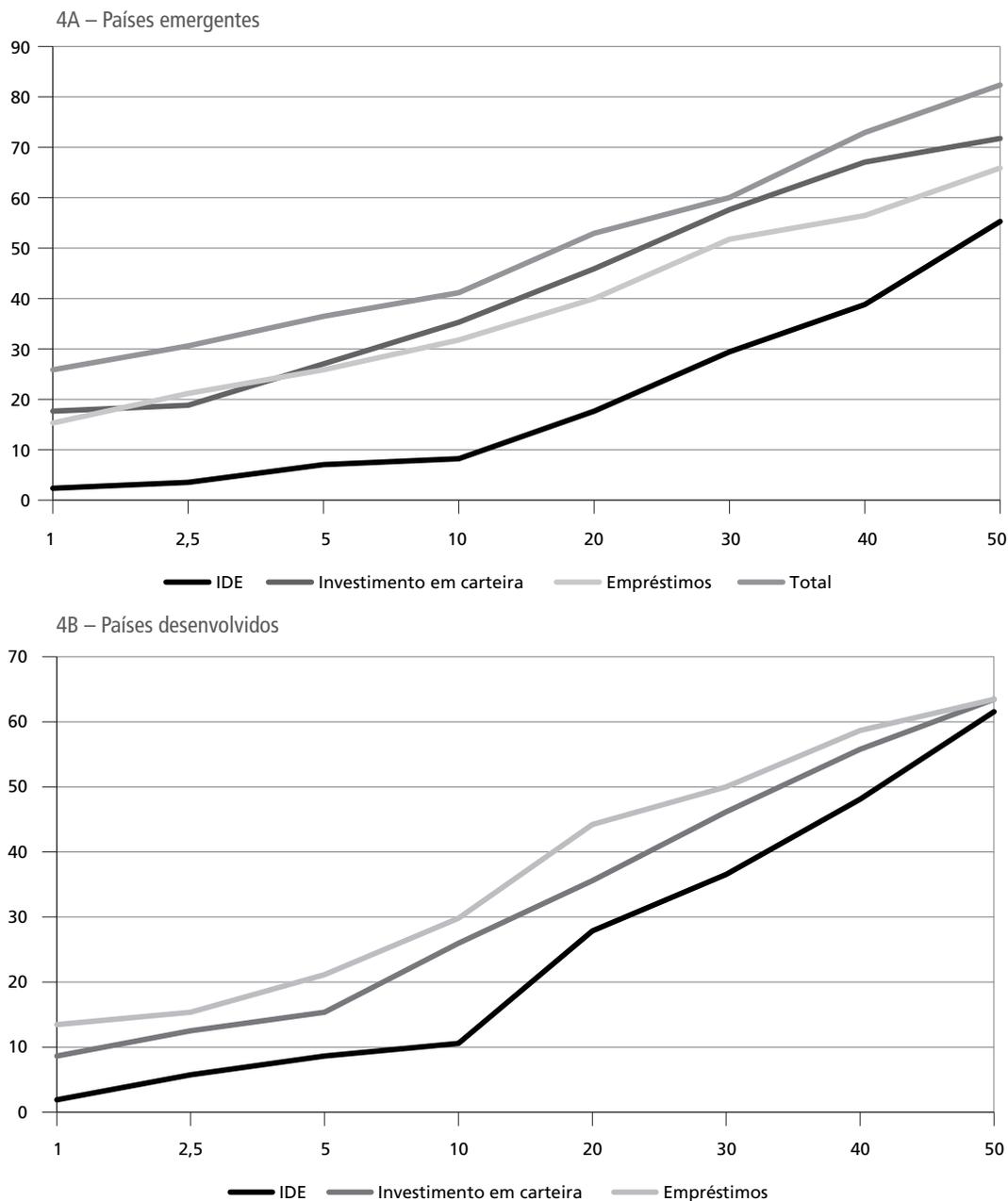
Fonte: IFS/FMI.

Obs.: no eixo horizontal, t=0 indica o trimestre da parada súbita. O fluxo normalizado de uma rubrica é a razão entre o desvio do fluxo em relação a sua média nos últimos oito trimestres e o desvio-padrão do fluxo neste mesmo período. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

No caso dos países emergentes, o gráfico 3 fortalece o resultado de que as paradas súbitas nos fluxos de capitais são explicadas quase que inteiramente por uma interrupção da entrada de empréstimos e investimentos em carteira. As médias normalizadas destas duas rubricas apresentam uma trajetória bastante parecida nos dois trimestres imediatamente anteriores ao evento, caracterizada por uma primeira queda de $t=-2$ para $t=-1$ e uma segunda queda ainda mais forte entre $t=-1$ e $t=0$. Nos trimestres posteriores ao evento, as trajetórias se distanciam acentuadamente, com o investimento em portfólio se recuperando já no primeiro semestre e os fluxos de empréstimos, apenas dois anos depois. Por sua vez, a média normalizada do investimento direto segue uma trajetória completamente distinta, chegando mesmo a superar, no trimestre do evento, seu valor no trimestre imediatamente anterior. No caso dos países desenvolvidos, as trajetórias das médias dos fluxos normalizados no gráfico 3 também apresentam um padrão similar ao das trajetórias dos fluxos agregados no gráfico 1. O fluxo do investimento direto chega mesmo a mostrar, no trimestre do evento, um leve aumento em relação ao trimestre anterior. Além disso, ao contrário do que ocorre nos países emergentes, a queda no fluxo de empréstimos no trimestre do evento mostra-se sensivelmente superior àquela observada no investimento em carteira.

Os resultados do gráfico 3 são corroborados pelo gráfico 4, os quais mostram para cada rubrica a proporção de eventos da amostra nos quais o fluxo normalizado no trimestre do evento ficou abaixo do n -ésimo percentil da normal padrão correspondente a cada valor percentual marcado do eixo horizontal.

GRÁFICO 4
Distribuição do fluxo normalizado no trimestre da parada súbita em relação aos dois últimos anos – componentes da conta financeira
(Em %)



Fonte: International Financial Statistics / Fundo Monetário Internaciona

Obs.: no eixo horizontal, $t=0$ indica o trimestre da parada súbita. Cada gráfico mostra a proporção de eventos da amostra nos quais o fluxo normalizado no trimestre do evento ficou abaixo do n -ésimo percentil da normal padrão correspondente ao valor percentual no eixo horizontal. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

Alternativamente, o gráfico 4, para cada fluxo, pode ser interpretado como a proporção de eventos da amostra em que a hipótese nula de não ocorrência de parada súbita é rejeitada em um teste unicaudal ao nível de significância marcado no eixo horizontal. Logicamente, a rejeição da hipótese nula equivale à aceitação da hipótese alternativa de ocorrência de parada súbita. A hipótese nula equivale à suposição de que os momentos da distribuição do fluxo de capital no trimestre do evento não sofreram alteração em relação ao período imediatamente anterior, quando então supostamente prevaleciam condições normais de mercado. Ao contrário, a hipótese alternativa corresponde à hipótese de que os momentos desta distribuição sofreram uma deterioração em relação ao período anterior, tal como menor média e/ou maior volatilidade, caracterizando assim o trimestre do evento como um período de crise. Por exemplo, nos países emergentes, o gráfico do investimento direto indica que a ocorrência de uma parada súbita deste fluxo de capital no trimestre do evento é significativa ao nível de 10% em menos que 10% dos eventos da amostra. Comparando-se os gráficos das três rubricas nos países emergentes, verifica-se que, para qualquer nível de significância, a proporção de eventos nos quais a ocorrência de parada súbita não pode ser rejeitada é menor para o fluxo de investimento direto. Para quase todos os níveis de significância, esta proporção é maior no caso do investimento em carteira. Conclui-se, então, que, mesmo controlados pela volatilidade dos fluxos no passado recente, os eventos de parada súbita do fluxo de capital externo para os países emergentes refletem praticamente uma interrupção da entrada líquida de investimentos de carteira e dos empréstimos. Em relação aos países desenvolvidos, o investimento direto é também a rubrica com a menor proporção de eventos nos quais a ocorrência de parada súbita não pode ser rejeitada em qualquer nível de significância. No entanto, os empréstimos são agora a rubrica com a maior proporção de eventos em que isto ocorre.

Duas importantes conclusões podem ser tiradas do conjunto de resultados descritos acima. Em primeiro lugar, para os dois grupos de países, o investimento direto é a rubrica cujo fluxo sofre a menor contração durante os eventos de parada súbita, embora esta seja notoriamente maior nos países desenvolvidos que nos países emergentes. Mais precisamente, os dados não sugerem qualquer evidência de que o investimento direto para os países emergentes tenha sofrido uma queda durante os eventos de parada súbita. Em segundo lugar, ao contrário do que ocorre em países desenvolvidos, a interrupção do fluxo de investimentos em carteira nos eventos de parada súbita em países emergentes é mais severa que a observada no fluxo de empréstimos.

4.1.1 Investimentos em carteira

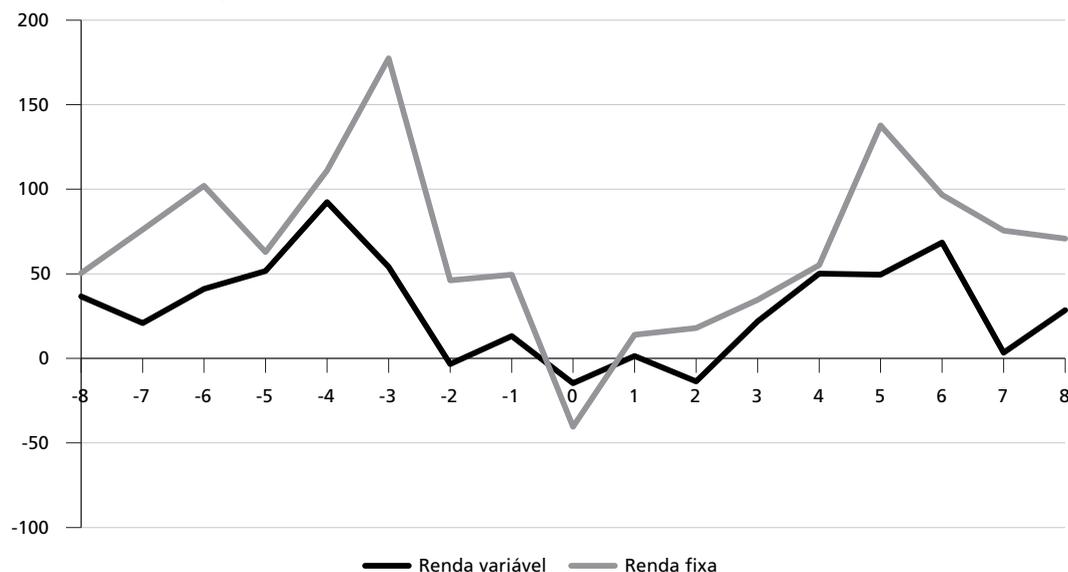
Os resultados até aqui encontrados sugerem que a interrupção do fluxo de investimento em carteira responde por parte considerável dos eventos de parada súbita de capital externo tanto para países emergentes como para países desenvolvidos, sendo que para o primeiro grupo de países esta é a rubrica da conta financeira mais atingida durante estes eventos. Uma vez que a conta de investimento em carteira engloba uma subconta de renda fixa e outra de renda variável, é importante avaliar a importância relativa da variação do fluxo de cada uma destas rubricas durante os eventos de parada súbita. Enquanto as compras de títulos do país doméstico são praticamente aplicações de curto e médio prazo dos investidores externos, as compras no mercado acionário doméstico podem refletir tanto um objetivo de curtíssimo prazo, tal como a exploração de oportunidades de arbitragem no mercado de capitais internacional, como também um objetivo de prazo bem mais longo, tal como posições proprietárias em indústrias em fase de maturação. Dependendo da diferença de maturidade média dos ativos que compõem cada conta, o comportamento de seus fluxos pode diferir consideravelmente nos eventos de parada súbita. Isto porque os investimentos de prazo mais longo foram provavelmente mais resistentes aos choques que afligiram os mercados financeiros internacionais nas últimas décadas.

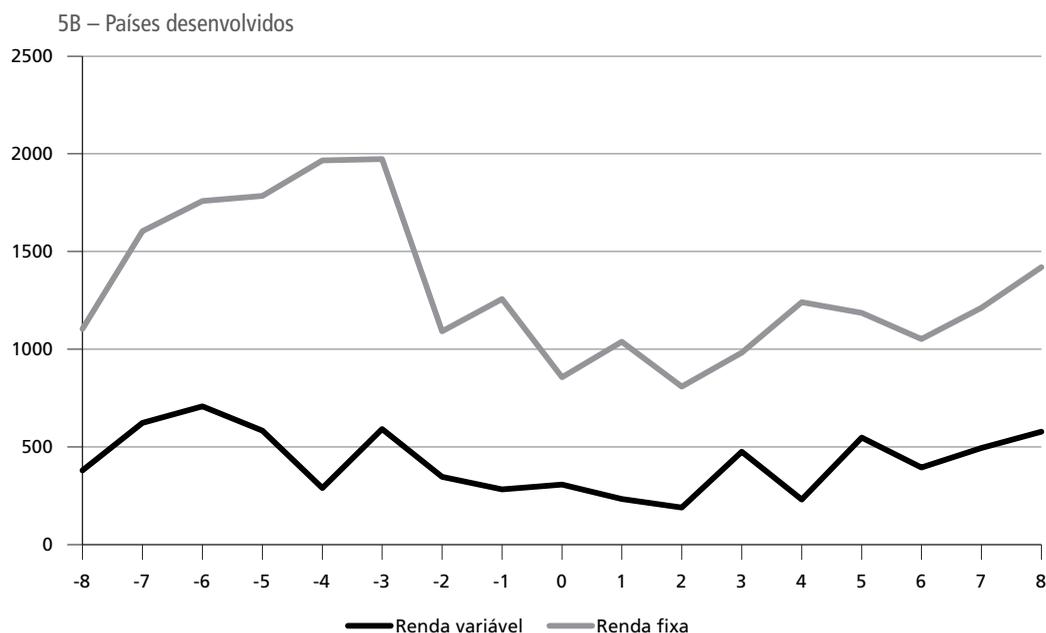
GRÁFICO 5

Fluxos agregados trimestrais centrados na parada súbita de componentes de conta de investimento em carteira

(Em US\$ bilhões)

5A – Países emergentes





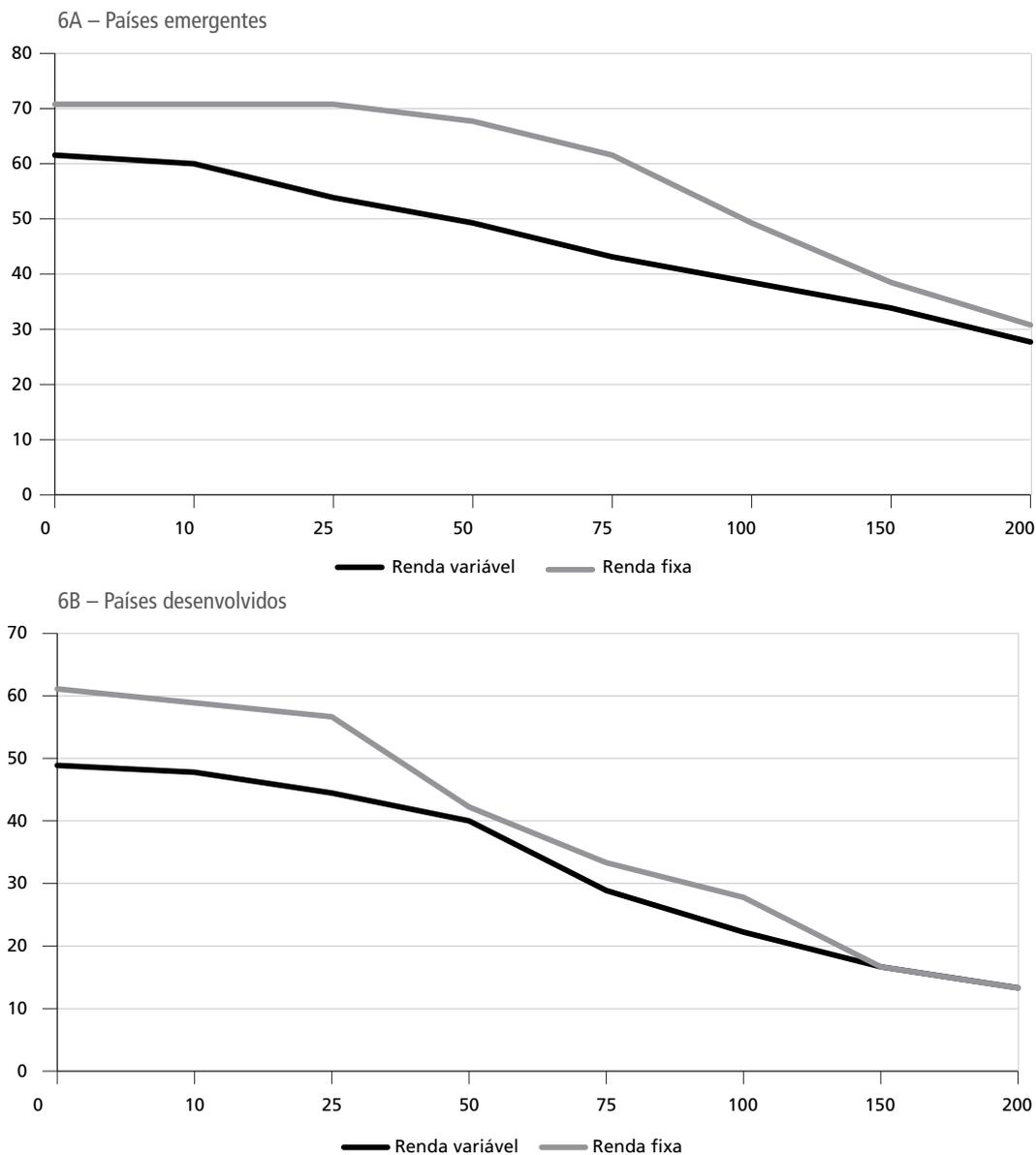
Fonte: IFS/FMI.

Obs.: no eixo horizontal, $t=0$ indica o trimestre da parada súbita. O fluxo normalizado de uma rubrica é a razão entre o desvio do fluxo em relação a sua média nos últimos oito trimestres e o desvio-padrão do fluxo neste mesmo período. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

Inicia-se com a análise do gráfico 5, o qual mostra as trajetórias dos fluxos agregados das duas rubricas da conta de investimentos em carteira referentes aos oito trimestres anteriores e aos oito trimestres posteriores ao trimestre do evento de parada súbita. No que tange aos países emergentes, os gráficos mostram que o fluxo de renda fixa sofreu, em termos absolutos, uma queda quase três vezes maior que a do fluxo de renda variável em relação ao trimestre anterior. Mesmo considerando que no período anterior ao evento o fluxo médio de renda fixa foi mais que o dobro do fluxo médio de renda variável, a tabela 2 mostra que a queda proporcional do fluxo de renda fixa no trimestre do evento em relação aos dois anos anteriores, em torno de 473%, foi praticamente o dobro da queda registrada para o fluxo de renda variável. Ambos os fluxos recuperam-se relativamente rápido, situando-se, um ano após o evento, no mesmo patamar que nos trimestres anteriores ao evento.

Outros resultados corroboram esse primeiro resultado de que a interrupção do fluxo de renda fixa foi relativamente mais grave nos eventos de parada súbita dos países emergentes.

GRÁFICO 6
Distribuição da redução proporcional do fluxo na parada súbita em relação aos dois últimos anos – componentes da conta de investimentos em carteira
(Em %)



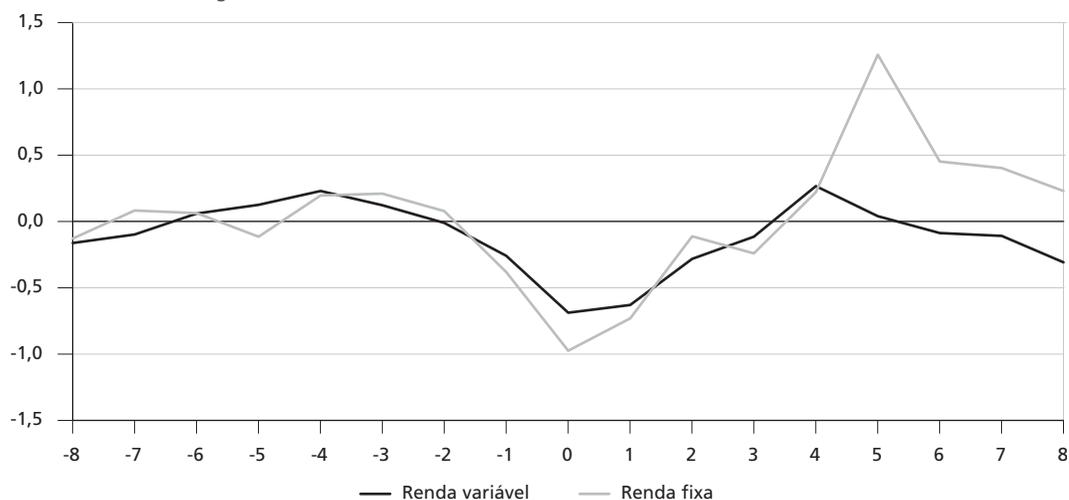
Fonte: IFS/FMI.

Obs.: cada gráfico mostra a proporção de eventos da amostra nos quais o fluxo da rubrica sofreu no trimestre do evento uma redução proporcional em relação à média dos oito últimos trimestres, superior a cada uma das porcentagens do eixo horizontal. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

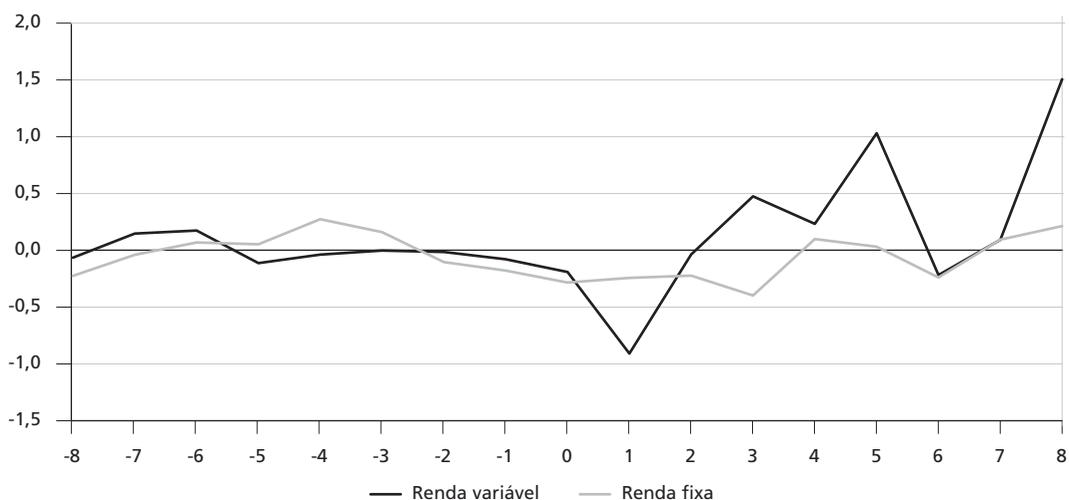
Em primeiro lugar, o gráfico 6 mostra que, para qualquer nível percentual, a proporção de eventos cujo fluxo de renda fixa sofreu queda proporcional superior a este nível, em relação aos dois anos anteriores, é maior em relação ao fluxo de renda variável. Este padrão de resultados não é alterado quando dados normalizados pelo desvio-padrão são usados para eliminar a influência de países com fluxos de capitais muito instáveis.

GRÁFICO 7
Média dos fluxos trimestrais normalizados pelo desvio-padrão centrados na parada súbita – componentes da conta de investimentos em carteira

7A – Países emergentes



7B – Países desenvolvidos



Fonte: IFS/FMI.

Obs.: no eixo horizontal, t=0 indica o trimestre da parada súbita. O fluxo normalizado de uma rubrica é a razão entre o desvio do fluxo em relação a sua média nos últimos oito trimestres e o desvio-padrão do fluxo neste mesmo período. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

O gráfico 7 ainda mostra uma queda relativamente maior do fluxo normalizado de renda fixa no trimestre do evento. A mesma evidência é fornecida pelo gráfico 8. Para qualquer nível de significância, a proporção de eventos nos quais a ocorrência de parada súbita não pode ser rejeitada é maior para o fluxo de renda fixa em relação ao fluxo de renda variável.

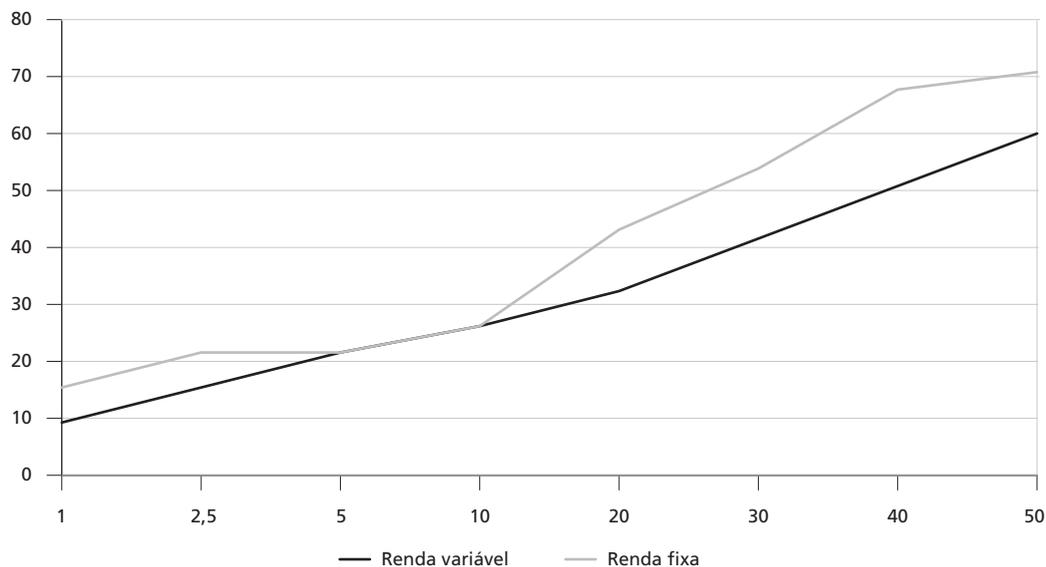
No que tange aos países desenvolvidos, o gráfico 5 sugere que a contração do fluxo de investimento em carteira no trimestre do evento, em relação ao trimestre anterior, é inteiramente explicada pela conta de renda fixa, uma vez que o fluxo de renda variável fica praticamente estável neste período. No entanto, este resultado não é claramente corroborado por uma análise das trajetórias dos fluxos normalizados no gráfico 7, o qual sugere um comportamento bastante próximo dos fluxos das duas contas em torno dos eventos de parada súbita.

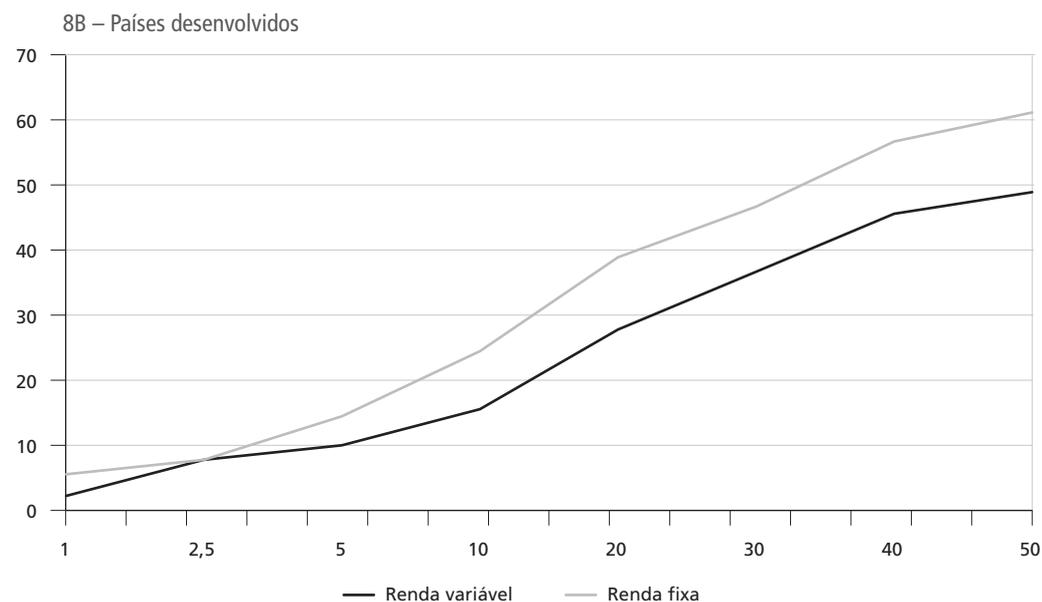
GRÁFICO 8

Distribuição acumulada do fluxo normalizado no trimestre da parada súbita em relação aos dois últimos anos – componentes da conta de investimentos em carteira

(Em %)

8A – Países emergentes





Fonte: IIFS/FMI.

Obs.: no eixo horizontal, $t=0$ indica o trimestre da parada súbita. Cada gráfico mostra a proporção de eventos da amostra nos quais o fluxo normalizado no trimestre do evento ficou abaixo do n -ésimo percentil da normal padrão correspondente ao valor percentual no eixo horizontal. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

Os gráficos 6 e 8 ajudam a esclarecer esta discrepância. O gráfico 6 mostra que, como ocorre com os países emergentes, para qualquer nível percentual, a proporção de eventos nos quais o fluxo de capital sofreu uma queda superior a este nível, em relação aos dois anos anteriores, é maior no caso de fluxo de renda fixa em relação ao fluxo de renda variável. No entanto, fica claro que a diferença entre as duas rubricas é maior quando se trata de países emergentes. Por sua vez, o gráfico 8 mostra que, exceto para os níveis mais baixos de significância, a proporção de eventos nos quais a ocorrência de parada súbita não pode ser rejeitada é maior para o fluxo de renda fixa em relação ao fluxo de renda variável. Em suma, nos dois grupos de países, os fluxos de renda fixa são os mais atingidos nos eventos de parada súbita.

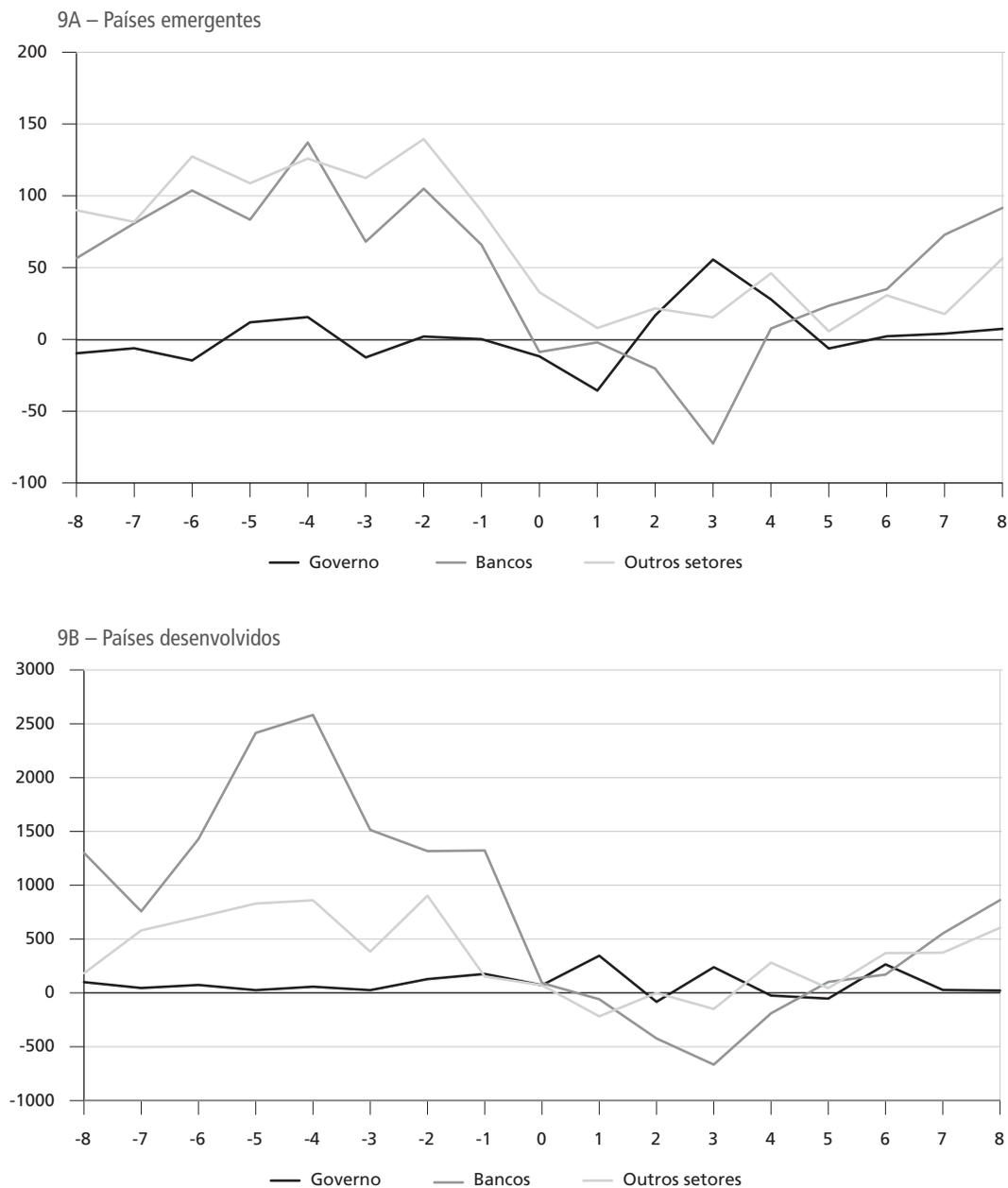
4.1.2 Empréstimos

Junto com o investimento em carteira, os empréstimos constituem a outra rubrica da conta financeira cujo fluxo sofre forte queda nos eventos de parada súbita, sendo a mais atingida nos países desenvolvidos. Como explicado no início desta seção, a conta de empréstimos encontra-se dividida neste trabalho em três subcontas, segundo a natureza do receptor doméstico: bancos, outros setores e governo. Esta última conta consolida

os fluxos das rubricas autoridade monetária e governo geral definidas no IFS/FMI, de forma que ela agrega todos os fluxos destinados ao setor público doméstico. Por sua vez, as contas de bancos e outros setores agregam os fluxos destinados ao setor privado doméstico financeiro e não financeiro, respectivamente. Uma questão importante usualmente colocada na literatura financeira é o efeito da natureza do receptor de um fluxo de capital sobre sua estabilidade em condições anormais de mercado. No contexto deste trabalho, isto se traduz mais exatamente na pergunta acerca dos receptores domésticos cujos fluxos de capitais recebidos do exterior sofrem uma contração mais severa nos eventos de parada súbita.

O risco de crédito de um investimento é determinado basicamente pelas características econômico-financeiras do receptor/devedor que dizem respeito a sua capacidade de honrar suas obrigações. Eventos de parada súbita refletem momentos de instabilidade econômica doméstica e/ou global que elevam consideravelmente a percepção de risco de crédito dos investimentos externos. No entanto, a deterioração da expectativa de pagamento das obrigações durante estes eventos não ocorre com a mesma intensidade nos empréstimos destinados a receptores de natureza distinta. É reconhecido que ela se verifica mais fortemente nos fluxos destinados aos receptores com elevado risco de crédito, tais como empresas e bancos privados pequenos e iniciantes, que nos fluxos destinados aos receptores com baixo risco de crédito, tais como governos e grandes empresas privadas com garantias ou participação estatal. Segue deste argumento que os fluxos de capitais destinados a receptores domésticos com elevado risco de crédito – em condições normais de mercado – devem ser os mais fortemente atingidos durante os eventos de parada súbita. Se este é o caso, a análise desagregada da conta de empréstimos deve mostrar que os fluxos destinados ao governo são menos afetados em relação aos fluxos destinados aos bancos e outros setores durante os eventos de parada súbita.

GRÁFICO 9
Fluxos agregados trimestrais centrados na parada súbita de componentes da conta de empréstimos – outros investimentos
 (Em US\$ bilhões)



Fonte: IFS/FMI.

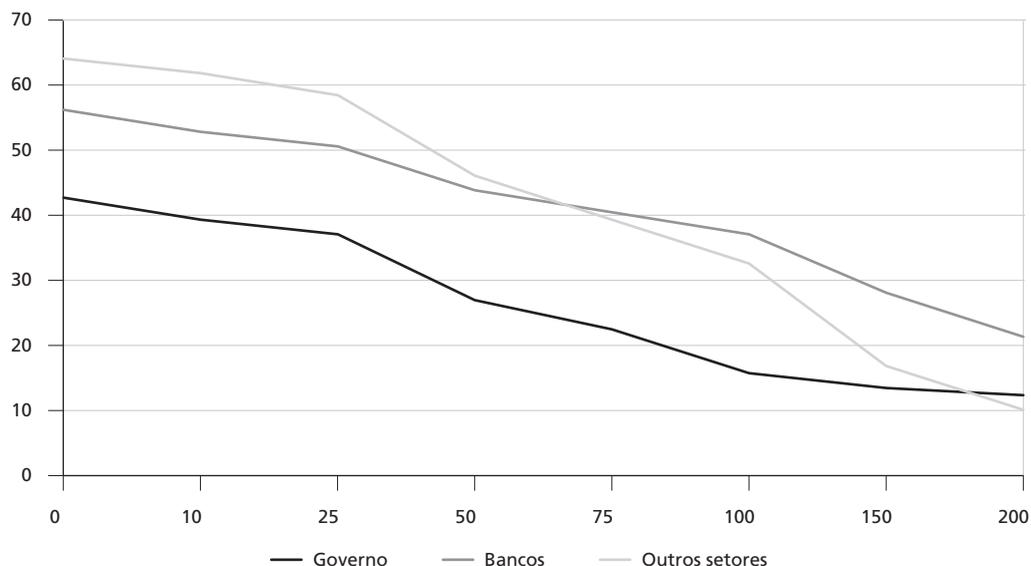
Obs.: no eixo horizontal, t=0 indica o trimestre da parada súbita. Os fluxos foram convertidos para dólares de janeiro de 2011 por meio da série trimestral do deflator do PIB norte-americano. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

No que tange aos países emergentes, o gráfico 9 mostra claramente que os fluxos destinados a bancos e outros setores sofreram uma forte queda no trimestre da parada súbita, em relação ao trimestre anterior e à média dos últimos dois anos. Ao contrário, os fluxos destinados ao governo sofreram uma contração bem pequena em relação ao trimestre anterior, permanecendo praticamente estáveis em relação aos últimos dois anos. Estes resultados são confirmados pelo gráfico 10, segundo o qual a proporção de eventos cujo fluxo sofreu uma contração abaixo de um nível percentual qualquer é sempre menor para os empréstimos destinados ao governo.

GRÁFICO 10

Distribuição da redução proporcional do fluxo na parada súbita em relação aos dois últimos anos – componentes da conta de empréstimos (outros investimentos)
(Em%)

10A – Países emergentes



Fonte: IFS/FMI.

Obs.: cada gráfico mostra a proporção de eventos da amostra nos quais o fluxo da rubrica sofreu no trimestre do evento uma redução proporcional, em relação à média dos oito últimos trimestres, superior a cada uma das porcentagens do eixo horizontal. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

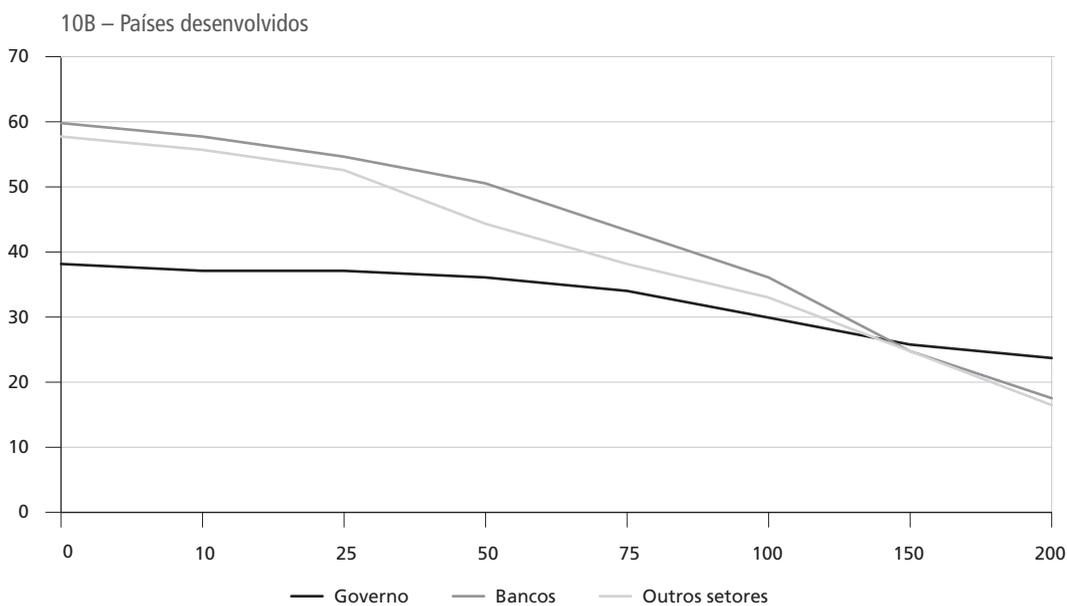
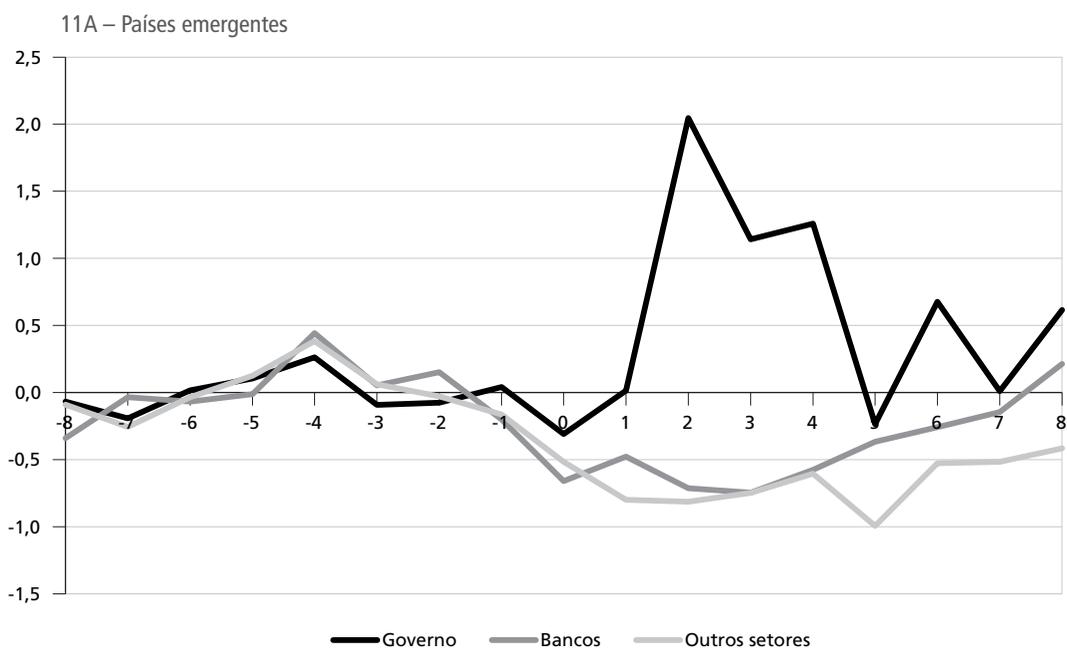
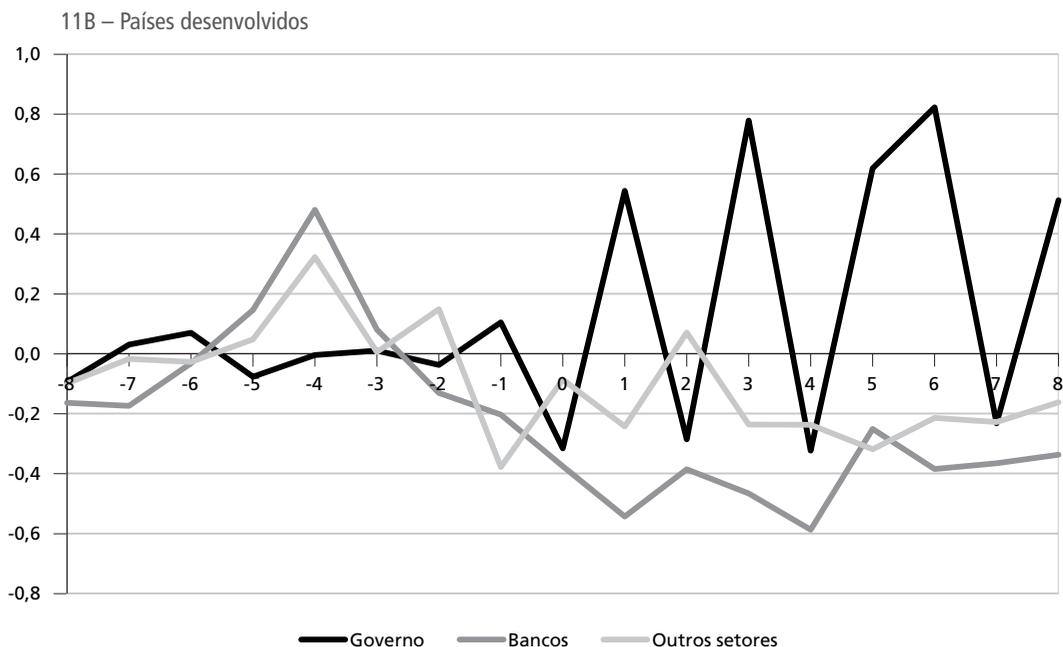


GRÁFICO 11
Média dos fluxos trimestrais normalizados pelo desvio-padrão centrados na parada súbita – componentes da conta de empréstimos (outros investimentos)





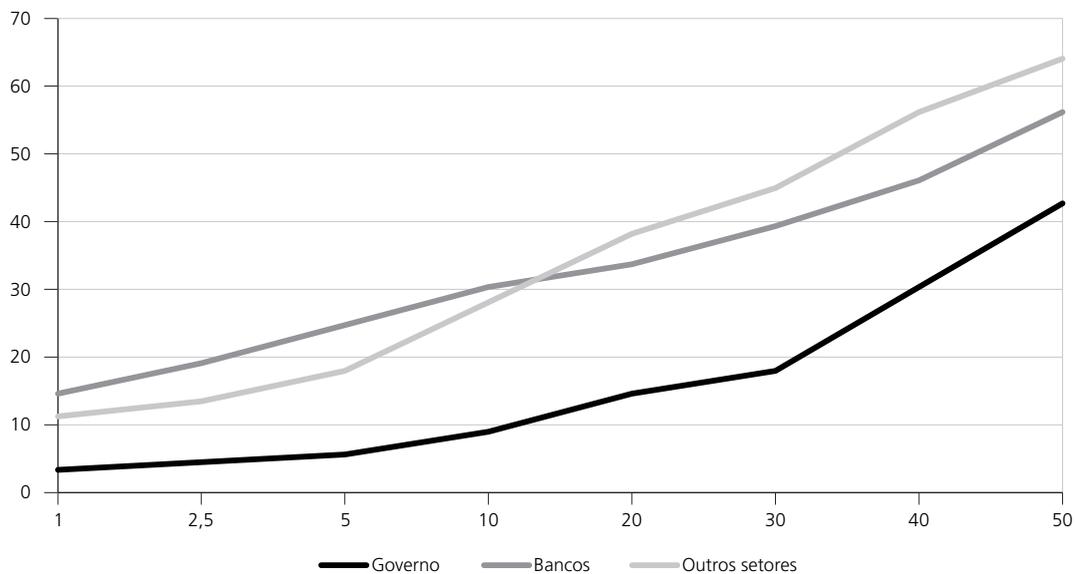
Fonte: IFS/FMI.

Obs.: no eixo horizontal, $t=0$ indica o trimestre da parada súbita. O fluxo normalizado de uma rubrica é a razão entre o desvio do fluxo em relação a sua média nos últimos oito trimestres e o desvio-padrão do fluxo neste mesmo período. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

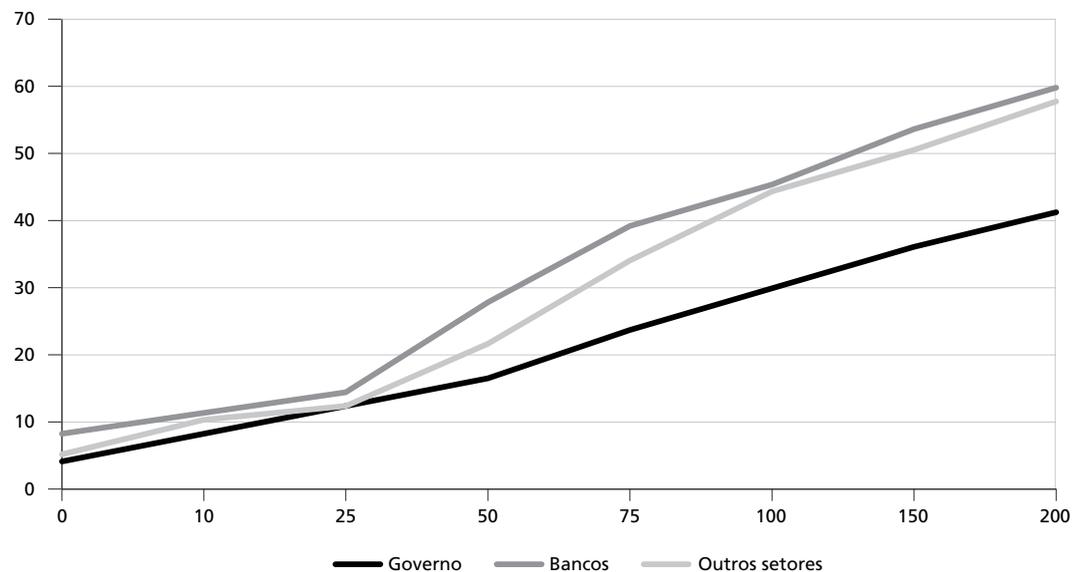
A evidência com dados normalizados pelo desvio-padrão no gráfico 11 vai ao encontro dos resultados anteriores: em relação aos últimos oito trimestres, o fluxo normalizado para o setor privado – bancos e outros setores – sofre uma queda bem mais acentuada que a do fluxo normalizado para o setor público. Finalmente, o gráfico 12 não deixa dúvida de que os fluxos destinados ao setor público são os menos afetados nos eventos de parada súbita.

GRÁFICO 12
Distribuição acumulada do fluxo normalizado no trimestre da parada súbita em relação aos dois últimos anos – componentes da conta de empréstimos (outros investimentos)
 (Em %)

12A – Países emergentes



12B – Países desenvolvidos



Fonte: IFS/FMI.

Obs.: no eixo horizontal, t=0 indica o trimestre da parada súbita. Cada gráfico mostra a proporção de eventos da amostra nos quais o fluxo normalizado no trimestre do evento ficou abaixo do n-ésimo percentil da normal padrão correspondente ao valor porcentual no eixo horizontal. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

O gráfico 12 mostra, ainda, que, para qualquer nível de significância, a proporção de eventos nos quais a ocorrência de parada súbita não pode ser rejeitada é relativamente menor para os fluxos destinados ao governo. Este padrão de resultados encontrados para os países emergentes confirma o argumento de que os fluxos destinados a setores tradicionalmente reconhecidos como de baixo risco de crédito são relativamente menos afetados durante os eventos de parada súbita.

Da mesma forma que os países emergentes, o gráfico 9 mostra que os fluxos externos para o setor público doméstico dos países desenvolvidos permaneceram estáveis durante os eventos de parada súbita, ao contrário do que ocorre com os fluxos destinados aos bancos privados e aos outros setores. O gráfico 10 confirma estes resultados, pois demonstra que a proporção de eventos cujo fluxo sofreu uma contração abaixo de um nível percentual qualquer é sempre menor para os empréstimos destinados ao governo. A análise com dados normalizados no gráfico 11 sugere uma contração não desprezível dos empréstimos para o setor público durante os eventos de parada súbita, embora em uma extensão ainda menor que a contração dos empréstimos para o setor privado. Isto é corroborado pelo gráfico 12, segundo o qual, para qualquer nível de significância, a proporção de eventos nos quais a ocorrência de parada súbita não pode ser rejeitada é maior para os empréstimos destinados ao setor privado.

4.2 Avaliando a importância relativa dos diferentes fluxos de capitais para os eventos de parada súbita

A subseção 4.1.2 oferece uma análise comparativa da magnitude das contrações dos fluxos dos componentes da conta financeira nos eventos de parada súbita. Embora esta informação permita distinguir a natureza dos fluxos mais afetados nestes eventos, ela é insuficiente para avaliar a importância relativa da contração do fluxo de cada rubrica na contração do fluxo total observada nos eventos, a qual também depende da participação relativa média do fluxo da rubrica na entrada total de capital externo durante o período anterior aos eventos de parada súbita. Por exemplo, uma queda proporcionalmente pequena do investimento direto, em relação ao período anterior, tem um forte impacto sobre o saldo da conta financeira se o fluxo desta rubrica responde por uma parcela relativamente grande do ingresso de capital externo.

TABELA 5
Participação relativa média da variação dos fluxos das rubricas da conta financeira na
variação do fluxo total nos eventos de parada súbita
 (Em %)

Média entre eventos e trimestres				
	Conta financeira	IDE	Investimento em carteira	Empréstimos
Todos	100,00	8,49	42,23	49,27
Emergentes	100,00	1,82	51,94	46,25
Desenvolvidos	100,00	14,06	34,14	51,80
	Investimento em carteira	Renda variável	Renda fixa	-
Todos	100,00	29,32	70,68	-
Emergentes	100,00	37,82	62,18	-
Desenvolvidos	100,00	22,65	77,35	-
	Empréstimos	Governo	Bancos	Outros setores
Todos	100,00	18,77	51,74	29,49
Emergentes	100,00	21,03	43,69	35,28
Desenvolvidos	100,00	16,57	59,58	23,85
Média entre trimestres				
	Conta financeira	IDE	Investimento em carteira	Empréstimos
Todos	100,00	7,45	30,61	61,94
Emergentes	100,00	4,50	45,36	50,14
Desenvolvidos	100,00	7,86	28,51	63,63
	Investimento em Carteira	Renda variável	Renda fixa	-
Todos	100,00	19,13	80,87	-
Emergentes	100,00	28,44	71,56	-
Desenvolvidos	100,00	16,58	83,42	-
	Empréstimos	Governo	Bancos	Outros setores
Todos	100,00	1,05	72,90	26,05
Emergentes	100,00	5,09	52,77	42,14
Desenvolvidos	100,00	0,71	74,69	24,60
Média entre eventos				
	Conta financeira	IDE	Investimento em carteira	Empréstimos
Todos	100,00	10,26	32,04	57,69
Emergentes	100,00	8,14	35,97	55,89
Desenvolvidos	100,00	11,99	28,85	59,16
	Investimento em Carteira	Renda variável	Renda fixa	-
Todos	100,00	23,94	76,06	-
Emergentes	100,00	34,06	65,94	-
Desenvolvidos	100,00	14,42	85,58	-
	Empréstimos	Governo	Bancos	Outros setores
Todos	100,00	16,33	55,32	28,35
Emergentes	100,00	15,32	46,88	37,80
Desenvolvidos	100,00	17,30	63,46	19,24

Fonte: IFS/FMI.

Obs.: a amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorreram em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

A tabela 5 fornece alguma evidência da contribuição relativa das três principais rubricas da conta financeira para os eventos de parada súbita no fluxo de capitais. Mais especificamente, ela mostra a participação relativa média da contração do fluxo de cada rubrica na contração do fluxo total, em que a contração de um fluxo é definida como a diferença entre o fluxo no trimestre do evento ($t=0$) e o fluxo nos trimestres anteriores ao evento. Três diferentes estatísticas são utilizadas para medir esta participação relativa média do fluxo de uma rubrica na contração do fluxo total: *i*) a participação média entre eventos; *ii*) a participação média entre trimestres; e *iii*) a participação média entre eventos e trimestres. A participação média entre eventos é a média das participações relativas da contração do fluxo da rubrica em todos os eventos da amostra, em que as contrações do fluxo da rubrica e do fluxo total em um dado evento são calculadas em relação à média de seus fluxos nos oito trimestres anteriores ao evento. Com base nesta estatística, as participações relativas médias da contração do fluxo de investimento direto, do investimento em carteira e dos empréstimos giram em torno de 8%, 36% e 56% nos países emergentes e 12%, 29% e 59% nos países desenvolvidos.

Por sua vez, a participação média entre trimestres é a média das participações relativas da contração do fluxo agregado da rubrica em relação aos oito trimestres anteriores ao trimestre do evento, na qual o fluxo agregado no trimestre do evento, ou em um trimestre anterior ao evento, é a soma dos fluxos da rubrica de todos os eventos neste trimestre. Com base nesta estatística, as participações relativas da contração do fluxo de investimento direto, do investimento em carteira e dos empréstimos giram em torno de 4,5%, 45% e 50% nos países emergentes e 8%, 28,5% e 64% nos países desenvolvidos. Os resultados obtidos com estas duas estatísticas sugerem uma pequena contribuição relativa do investimento direto para os eventos de parada súbita nos dois grupos de países, abaixo do patamar de 10% nos países emergentes. Por seu turno, embora ambas as estatísticas sugiram uma contribuição maior do fluxo de empréstimos em relação ao fluxo de investimento em carteira para os eventos de parada súbita nos países emergentes, esta diferença é bem maior quando calculada por meio da participação média entre eventos, chegando, neste caso, a cerca de 20 p.p. Esta discrepância nos resultados pode ser explicada pelo fato de que a primeira estatística – participação média entre eventos – corre o risco de ser enviesada por um trimestre atípico anterior ao evento, no qual a magnitude dos fluxos, na maior parte da amostra, é bem distante da média do período de oito trimestres anteriores ao evento, enquanto a segunda estatística – participação média entre trimestres – corre o risco de ser enviesada por um país atípico, no qual a magnitude dos fluxos de capital é bem distante da média dos países

na maioria dos oito trimestres anteriores ao evento. Para contornar este problema, é útil calcular a participação média entre eventos e trimestres de cada rubrica, a qual é definida como a média das participações relativas das contrações no fluxo da rubrica em todos os eventos em relação a cada um dos oito trimestres anteriores ao evento. Os resultados obtidos com esta estatística reduzem ainda mais a contribuição do investimento direto para o evento de parada súbita nos países emergentes, a qual gira agora em torno de 2%. Ao contrário das duas primeiras estatísticas, a contribuição do investimento em carteira, por sua vez, é agora quase 5 p.p. acima da contribuição dos empréstimos. Em suma, duas conclusões são possíveis a despeito das diferenças implicadas pelo uso de três diferentes estatísticas: *i*) a contribuição relativamente pequena do investimento direto para os eventos de parada súbita nos dois grupos de países; e *ii*) a contribuição relativamente maior do fluxo de empréstimos em relação ao fluxo de investimento em carteira nos países desenvolvidos, enquanto nos países emergentes as contribuições destas duas rubricas pareçam situar-se no mesmo patamar.

A pequena contribuição do investimento direto para os eventos de parada súbita, conforme sugerida pelos resultados anteriores, poderia ser creditada tanto a uma contração relativamente pequena do fluxo desta rubrica durante os eventos como também a uma participação relativamente pequena do fluxo da rubrica no fluxo financeiro total durante o período imediatamente anterior aos eventos. É mesmo possível que seja o resultado de ambos os fatores. Para esclarecer esta questão, o trabalho analisa adiante a participação relativa dos componentes da conta financeira no fluxo financeiro total ao longo dos oito trimestres anteriores aos eventos. Os resultados mostram que a participação do investimento direto é considerável, da mesma ordem de grandeza que os outros componentes da conta financeira. Disto se conclui que a pequena contribuição do investimento direto para os eventos de parada súbita deve ser creditada à contração relativamente pequena deste fluxo durante os eventos.

TABELA 6

Participação relativa média dos fluxos das rubricas da conta financeira no fluxo total no período anterior aos eventos de parada súbita
(Em %)

	Média entre eventos e trimestres			
	Conta financeira	IDE	Investimento em carteira	Empréstimos
Todos	100,00	34,32	30,76	34,93
Emergentes	100,00	45,96	22,96	31,08
Desenvolvidos	100,00	24,99	37,00	38,01

(Continua)

(Continuação)

Média entre eventos e trimestres				
	Investimento em carteira	Renda variável	Renda fixa	-
Todos	100,00	33,21	66,79	-
Emergentes	100,00	39,42	60,58	-
Desenvolvidos	100,00	29,51	70,49	-
	Empréstimos	Governo	Bancos	Outros setores
Todos	100,00	11,53	50,76	37,71
Emergentes	100,00	13,76	38,93	47,31
Desenvolvidos	100,00	9,56	61,19	29,25
Média entre trimestres				
	Conta financeira	IDE	Investimento em carteira	Empréstimos
Todos	100,00	18,66	39,71	41,63
Emergentes	100,00	35,02	23,87	41,11
Desenvolvidos	100,00	16,95	41,35	41,70
	Investimento em carteira	Renda variável	Renda fixa	-
Todos	100,00	23,59	76,41	-
Emergentes	100,00	27,40	72,60	-
Desenvolvidos	100,00	23,15	76,85	-
	Empréstimos	Governo	Bancos	Outros setores
Todos	100,00	3,57	68,49	27,95
Emergentes	100,00	-1,62	44,56	57,06
Desenvolvidos	100,00	4,09	70,54	25,37
Média entre eventos				
	Conta financeira	IDE	Investimento em carteira	Empréstimos
Todos	100,00	27,81	27,75	44,45
Emergentes	100,00	38,23	21,63	40,15
Desenvolvidos	100,00	19,33	32,72	47,94
	Investimento em carteira	Renda variável	Renda fixa	-
Todos	100,00	27,58	72,42	-
Emergentes	100,00	29,64	70,36	-
Desenvolvidos	100,00	25,65	74,35	-
	Empréstimos	Governo	Bancos	Outros setores
Todos	100,00	4,21	54,18	41,61
Emergentes	100,00	0,48	44,49	55,03
Desenvolvidos	100,00	7,81	63,51	28,69

Fonte: IFS/FMI.

Obs.: a amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes. O período anterior aos eventos de parada súbita corresponde aos oito trimestres imediatamente anteriores.

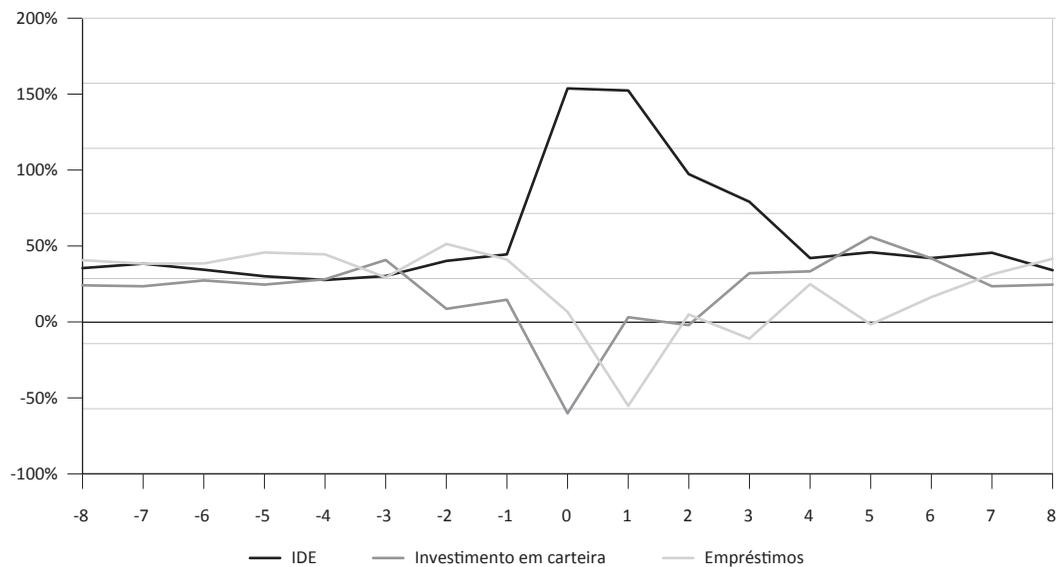
A tabela 6 apresenta um quadro geral da participação relativa do fluxo das três principais rubricas da conta financeira no seu fluxo total nos dois anos (oito trimestres) anteriores ao evento de parada súbita. Novamente, três diferentes estatísticas são calculadas para cada rubrica: *i)* a participação média entre eventos; *ii)* a participação média entre trimestres; e *iii)* a participação média entre eventos e trimestres.

A participação média entre eventos é a média das participações relativas da soma dos fluxos da rubrica na soma dos fluxos totais de todos os eventos da amostra, em que a soma dos fluxos é calculada em relação aos oito trimestres anteriores ao evento. Enquanto a participação média entre trimestres é a média, em relação aos oito trimestres anteriores ao evento, das participações relativas do fluxo agregado da rubrica no fluxo financeiro agregado, em que o fluxo agregado em um trimestre é a soma dos fluxos de todos os eventos naquele trimestre. A tabela 6 mostra que os resultados com estas duas estatísticas são muito semelhantes no caso dos países emergentes: a participação média entre eventos do investimento direto, de investimento em carteira e dos empréstimos girou em torno de 38%, 22% e 40%, respectivamente, enquanto a participação média entre trimestres girou em torno de 35%, 24% e 41%, respectivamente. No caso dos países desenvolvidos, a participação média entre eventos do investimento direto, de investimento em carteira e dos empréstimos girou em torno de 19%, 33% e 48% respectivamente, enquanto a participação média entre trimestres girou em torno de 17%, 41% e 42% respectivamente. Novamente, como foi explicado, um sério problema com estas duas estatísticas é que a primeira corre o risco de ser enviesada por um trimestre atípico, enquanto a segunda pode ser enviesada por um evento ocorrido em um país atípico. Para contornar este problema, é útil calcular a média entre eventos e trimestres de cada rubrica, a qual é a média das participações relativas do fluxo da rubrica no fluxo financeiro total em todos os eventos e trimestres.

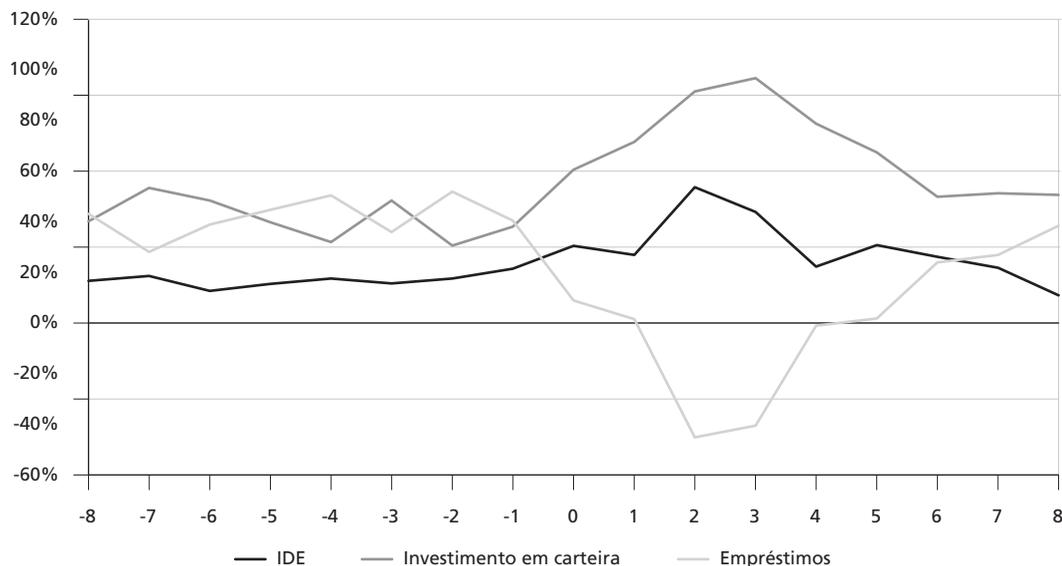
Ao contrário das estatísticas anteriores, nos países emergentes, a participação do investimento direto, em torno de 46%, agora supera a dos empréstimos, em torno de 31%. A proporção do investimento em carteira, por sua vez, é praticamente igual a das estatísticas anteriores. Em relação aos países desenvolvidos, o investimento direto continua tendo a menor participação, em torno de 25%, enquanto as participações do investimento em carteira e dos empréstimos são praticamente iguais. Em suma, algumas conclusões são possíveis, a despeito do uso de três diferentes estatísticas: *i*) as três rubricas possuem participação relativa considerável no fluxo da conta financeira no período de dois anos anterior aos eventos de parada súbita; *ii*) a participação relativa do investimento direto é consideravelmente maior nos países emergentes em relação aos países desenvolvidos; *iii*) nos países emergentes, a participação relativa dos empréstimos supera a da conta de empréstimos, enquanto nos países desenvolvidos as participações destas duas contas situam-se em um mesmo patamar; e *iv*) nos países emergentes, o investimento em carteira apresenta a menor participação relativa, a qual corresponde, em média, a pouco mais que um quinto da entrada de capitais.

GRÁFICO 13
Participação relativa média dos fluxos centrada no trimestre da parada súbita –
componentes da conta financeira

13A – Países emergentes



13B – Países desenvolvidos



Fonte: IFS/FMI.

Obs.: no eixo horizontal, t=0 indica o trimestre da parada súbita. A amostra consiste de 189 eventos de parada súbita listados no anexo A. Estes eventos foram identificados em Forbes e Warnock (2011), dos quais 104 (55%) ocorrem em países desenvolvidos e o restante em países emergentes.

Finalmente, o gráfico 13 mostra a trajetória da participação relativa do fluxo agregado de cada rubrica – no fluxo agregado total – ao longo dos oito trimestres

anteriores ao evento de parada súbita. Cabe salientar que as observações desta trajetória foram utilizadas no cálculo da proporção média entre trimestres. Quanto aos países emergentes, na maior parte do período, a participação das três rubricas permanece relativamente constante, salvo nos dois trimestres imediatamente anteriores, quando então se verifica uma queda acentuada da participação do investimento em carteira. No trimestre do evento de parada súbita, as participações relativas do investimento em carteira e dos empréstimos caem abruptamente para cerca de -50% e 0%, respectivamente, enquanto a participação relativa do investimento direto aumenta para cerca de 150%. Para os países desenvolvidos, a participação do investimento direto e do investimento em carteira aumenta no trimestre do evento cerca de 10 p.p. e 20 p.p. em relação ao trimestre anterior, respectivamente, enquanto a participação da conta de empréstimos diminui aproximadamente 35 p.p. Estes resultados corroboram as principais conclusões até então obtidas no trabalho: a relativa estabilidade do fluxo de investimento direto nos dois grupos de países; a contribuição relativamente mais forte do investimento em carteira para os eventos de parada súbita nos países emergentes; e a contribuição mais forte da conta de empréstimos para estes eventos nos países desenvolvidos.

5 CONCLUSÕES

O trabalho desagrega a conta financeira do balanço de pagamentos a fim de estudar o comportamento da entrada líquida de cada um de seus componentes durante os eventos de parada súbita de capital externo ocorridos em países emergentes e países desenvolvidos nas últimas três décadas. Nos dois grupos de países, o fluxo de investimento direto estrangeiro é relativamente pouco afetado naqueles eventos, ao contrário do que ocorre com o fluxo de investimento em carteira e o fluxo de empréstimos. Isto decorre certamente da maturidade consideravelmente mais longa do investimento direto, de forma que seu fluxo não responde tão fortemente a choques transitórios nos mercados financeiros internacionais. O investimento em carteira é a rubrica mais afetada nos países emergentes, enquanto a conta de empréstimos (outros investimentos) é a mais afetada nos países desenvolvidos.

Desagregando a conta de investimento em carteira, o fluxo de renda fixa sofre uma queda relativamente maior que a do fluxo de renda variável durante os eventos de parada súbita nos dois grupos de países. Da mesma forma que o investimento direto, a compra de ações de empresas domésticas poderia refletir uma aquisição de participação societária com objetivo de prazo mais longo, e não meramente uma exploração de oportunidades

de curto prazo no mercado de capitais doméstico. Por fim, a desagregação da conta de empréstimos (outros investimento) mostra que os fluxos de capital externo destinados ao setor público doméstico sofrem uma contração bem menor em relação aos fluxos destinados aos bancos e às empresas privadas. Este resultado sugere que a deterioração do risco de crédito durante os eventos de parada súbita não se manifesta igualmente sobre os títulos emitidos por todos os setores da economia doméstica, impactando mais fortemente sobre os setores que tradicionalmente não dispõem de garantias estatais.

REFERÊNCIAS

- CALVO, G. Capital flows and capital-markets crisis: the simple economics of sudden stops. **Journal of applied economics**, p. 35-54, Nov. 1998.
- CALVO, G.; IZQUIERDO, A.; MEJÍA, L. F. **On the empirics of sudden stops**: the relevance of balance-sheet effects. Cambridge: NBER, 2004. (Working Paper, n. 10.520).
- _____. **Systemic sudden stops**: the relevance of balance-sheet effects and financial integration. Cambridge: NBER, 2008. (Working Paper, n. 14.026).
- COWAN, K.; GREGORIO, J.; MICCO, A.; NEILSON, C. Financial diversification, sudden stops and sudden starts. *In*: COWAN, K.; EDWARDS, S.; VALDÉS, R. O. **Current account and external financing**. Chile: Central Bank of Chile, 2008.
- DORNBUSCH, R.; GOLDFAJN, I.; VALDÉS, R. Currency crises and collapses. **Brookings papers on economic activity**, n. 2, p. 219-270, 1995.
- EDWARDS, S. **Financial openness, sudden stops and current account reversals**. Cambridge: NBER, 2004. (Working Paper, n. 10.277).
- FAUCETTE, J. E.; ROTHENBERG, A.; WARNOCK, F. E. Outflows-induced sudden stops. **The journal of policy reform**, v. 8, n. 2, p. 119-129, 2005.
- FORBES, K. J.; WARNOCK, F. E. **Capital flow waves**: surges, stops, flight and retrenchment. Cambridge: NBER, 2011. (Working Paper, n. 17.351).
- GUIDOTTI, P. E.; STURZENEGGER, F.; VILLAR, A. On the consequences of sudden stops. **Economic**, Spring, 2004.
- MENDOZA, E.; SMITH, K. Quantitative implications of a debt-deflation theory of sudden stops and assets prices. **Journal of international economics**, v. 70, n. 1, p. 82-114, 2006.
- STIGLITZ, J. Capital market liberalization, economic growth and instability. **World development**, n. 25, p. 1.075-1.086, 2000.

ANEXO

ANEXO A

TABELA A.1
Eventos de paradas súbitas em países emergentes (1980-2009)

País	Ano	Trimestre	País	Ano	Trimestre
África do Sul	1990	2	Índia	1998	2
África do Sul	1998	3	Índia	2008	3
África do Sul	2000	3	Indonésia	1993	2
África do Sul	2007	1	Indonésia	1997	4
África do Sul	2008	3	Indonésia	2006	4
Argentina	1982	4	Indonésia	2009	1
Argentina	1989	2	Letônia	1998	4
Argentina	1994	4	Letônia	2005	3
Argentina	1998	4	Letônia	2008	3
Argentina	2000	4	Lituânia	2000	4
Argentina	2008	2	Lituânia	2008	3
Bangladesh	1991	3	Malásia	2005	4
Bangladesh	2006	1	México	1994	4
Brasil	1982	4	México	2008	4
Brasil	1993	1	Panamá	2008	4
Brasil	1995	1	Peru	1998	1
Brasil	1999	1	Peru	1998	4
Brasil	2008	2	Peru	2008	4
Chile	2000	2	Polônia	2008	4
Chile	2007	1	República Tcheca	2003	2
Chile	2009	1	República Tcheca	2006	2
Colômbia	2008	2	República Tcheca	2008	4
Coreia do Sul	1986	3	Romênia	1999	4
Coreia do Sul	1997	2	Romênia	2008	3
Coreia do Sul	2008	1	Rússia	2006	2
Croácia	1998	4	Rússia	2008	4
Croácia	2004	4	Singapura	2008	2
Eslováquia	1998	4	Sri Lanka	1995	4
Eslováquia	2006	1	Sri Lanka	1998	3
Eslovênia	1997	4	Sri Lanka	2001	2

(Continua)

(Continuação)

País	Ano	Trimestre	País	Ano	Trimestre
Eslovênia	2003	4	Sri Lanka	2008	1
Eslovênia	2008	3	Tailândia	1982	1
Estônia	1998	3	Tailândia	1992	1
Estônia	2008	2	Tailândia	1996	3
Filipinas	1983	2	Tailândia	2007	1
Filipinas	1992	1	Tailândia	2008	3
Filipinas	1997	3	Turquia	1991	3
Filipinas	2008	1	Turquia	1994	2
Guatemala	1994	4	Turquia	2001	1
Guatemala	2008	4	Turquia	2007	4
Hong Kong	2008	3	Turquia	2008	4
Hungria	1996	4	Venezuela	2006	2
Hungria	2002	2			

Fonte: IFS/FMI.

Obs.: eventos de parada súbita identificados em Forbes e Warnock (2011) com dados trimestrais do IFS/FMI, segundo o critério desenvolvido em Calvo, Izquierdo e Mejia (2004).

TABELA A.2

Eventos de paradas súbitas em países desenvolvidos (1980-2009)

País	Ano	Trimestre	País	Ano	Trimestre	País
Alemanha	1981	4	França	1981	3	Portugal
Alemanha	1987	4	França	1991	1	Portugal
Alemanha	1994	1	França	2001	4	Portugal
Alemanha	2001	1	França	2008	1	Portugal
Alemanha	2008	3	Grécia	2006	1	Portugal
Austrália	1983	2	Holanda	1981	1	Portugal
Austrália	1989	3	Holanda	1990	4	Portugal
Austrália	1997	3	Holanda	2001	2	Reino Unido
Austrália	1998	3	Holanda	2002	1	Reino Unido
Austrália	2005	1	Holanda	2008	1	Reino Unido
Áustria	1981	3	Islândia	2001	2	Reino Unido
Áustria	1996	4	Islândia	2008	2	Reino Unido
Áustria	2001	1	Islândia	1991	3	Reino Unido
Áustria	2006	1	Islândia	2001	2	Suécia
Áustria	2008	3	Islândia	2008	2	Suécia
Bélgica	2008	2	Israel	1980	2	Suécia
Canadá	1982	2	Israel	1983	4	Suécia
Canadá	1991	2	Israel	1988	3	Suíça
Canadá	1995	2	Israel	1996	3	
Canadá	1999	1	Israel	1998	3	
Canadá	2008	4	Israel	2001	2	
Dinamarca	1986	4	Israel	2007	3	

(Continua)

(Continuação)

País	Ano	Trimestre	País	Ano	Trimestre	País
Dinamarca	1989	2	Israel	2008	4	
Dinamarca	1991	4	Itália	1982	2	
Dinamarca	1994	3	Itália	1991	4	
Dinamarca	1998	3	Itália	1992	4	
Dinamarca	2001	2	Itália	1999	1	
Dinamarca	2008	4	Itália	2000	4	
Espanha	1982	1	Itália	2007	3	
Espanha	1985	2	Japão	1982	4	
Espanha	1992	1	Japão	1990	4	
Espanha	1994	2	Japão	1992	2	
Espanha	2001	3	Japão	1998	1	
Espanha	2008	1	Japão	2005	2	
Estados Unidos	1983	1	Japão	2006	3	
Estados Unidos	1988	3	Japão	2008	3	
Estados Unidos	1989	4	Noruega	1988	3	
Estados Unidos	1998	1	Noruega	1997	4	
Estados Unidos	2001	3	Noruega	2001	3	
Estados Unidos	2008	1	Noruega	2007	4	
Finlândia	1985	4	Nova Zelândia	1996	4	
Finlândia	1991	1	Nova Zelândia	1998	3	
Finlândia	2001	1	Nova Zelândia	2008	2	

Fonte: IFS/FMI

Obs.: eventos de parada súbita identificados em Forbes e Warnock (2011) com dados trimestrais do IFS/FMI, segundo o critério desenvolvido em Calvo, Izquierdo e Mejía (2004).

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Everson da Silva Moura

Reginaldo da Silva Domingos

Revisão

Andressa Vieira Bueno

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Laetícia Jensen Eble

Leonardo Moreira de Souza

Luciana Dias

Marcelo Araújo de Sales Aguiar

Marco Aurélio Dias Pires

Olavo Mesquita de Carvalho

Celma Tavares de Oliveira (estagiária)

Patrícia Firmina de Oliveira Figueiredo (estagiária)

Editoração

Aline Rodrigues Lima

Bernar José Vieira

Daniella Silva Nogueira

Danilo Leite de Macedo Tavares

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

Daniel Alves de Sousa Júnior (estagiário)

Diego André Souza Santos (estagiário)

Capa

Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

Livraria do Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em adobe garamond pro 12/16 (texto)
Frutiger 67 bold condensed (títulos, gráficos e tabelas)
Impresso em offset 90g/m²
Cartão supremo 250g/m² (capa)
Brasília-DF

Missão do Ipea

Produzir, articular e disseminar conhecimento para aperfeiçoar as políticas públicas e contribuir para o planejamento do desenvolvimento brasileiro.

