

3 O Que Explica os *Sudden Stops*?

As paradas bruscas de financiamento externo, bem como crises cambiais e ataques especulativos, têm origem em combinações de fatores econômicos e políticos. A literatura tradicionalmente oferece uma maior análise dos fatores econômicos, embora vários trabalhos recentes tenham voltado sua atenção para os determinantes políticos.

Kaminsky et al. (1997), por exemplo, analisam diversos estudos empíricos que enfocam as origens econômicas das crises cambiais e concluem que fatores importantes para se analisar a ocorrência destes tipo de evento são o crescimento das exportações, a quantidade de reservas disponíveis ao país, balanço comercial, déficit fiscal e razão entre moeda e reservas. Estes fatores também se encontram entre os que podem disparar uma parada brusca de financiamento externo do país.

Temores de que haja uma rápida deterioração dos fundamentos do país, ou a percepção de que este definitivamente se encontra em uma trajetória econômica insustentável, podem levar a um *sudden stop*. Uma ampla variação (negativa) da relação reservas/PIB, por exemplo, pode indicar aumento da fragilidade financeira, dificuldade de honrar compromissos futuros e, no caso de câmbio fixo, uma ameaça sobre a manutenção da paridade cambial. Grandes déficits fiscais do Governo requerem, por sua vez, financiamento, que se obtido pela expansão do crédito doméstico pode causar crises cambiais através da perda de reservas, como nos modelos de 1ª geração (Krugman, 1979).

Variações positivas excessivas no total da dívida externa de curto prazo, por sua vez, podem levar os credores a questionar a sustentabilidade fiscal gerando então profecias auto-realizáveis semelhantes aos modelos de 2ª geração de crises cambiais. Da mesma forma, um nível alto de dívida externa / PIB e uma alta relação entre serviço da dívida e PNB podem gerar temores de *default* por parte dos investidores externos, devido ao alto custo político e econômico que o pagamento deste serviço e a manutenção de patamares elevados de endividamento podem gerar ao Governo e ao país (Obstfeld, 1994).

O crescimento real das exportações indica, *ceteris paribus*, uma menor necessidade de financiamento externo, enquanto que uma queda na capacidade das reservas de cobrir os gastos com importações pode indicar uma tendência de piora em termos de sustentabilidade de absorção externa.

Grandes diferenças entre os juros reais de autarquia e internacional também podem gerar crises externas, através de movimentos de realocação de capital em busca de melhores oportunidades, ou mesmo um *capital flight*. Este efeito se torna ainda mais importante quando existe uma paridade cambial a ser sustentada. Da mesma forma, a razão entre moeda e quase-moeda e reservas é fundamental para o equilíbrio de um câmbio fixo.

Em relação às variáveis políticas, a literatura recente de economia política internacional tem buscado relacionar estas variáveis com o desempenho econômico nacional e com crises externas. O impacto político na economia se dá, primordialmente, por conflitos de interesse, gerados ou não por grupos de pensamento ideológico diferentes. A existência de conflitos de interesses internos ao país pode fazer com que as políticas econômicas adotadas por determinado governo sejam diferentes das políticas econômicas que seriam ótimas do ponto de vista de maximização de bem-estar social por um planejador central. Restrições políticas, portanto, podem implicar em restrições quanto às escolhas disponíveis de política econômica a um governante. Por outro lado, a presença de *lobbies*, pode implicar não em restrições mas sim em incentivos à escolha de determinadas políticas em detrimento de outras, mesmo que estas não sejam socialmente ótimas.

Ciclos políticos, por sua vez, têm o poder de influenciar significativamente o desempenho econômico do país. A proximidade de eleições pode levar o governo incumbente a alterar os pesos do produto e inflação, por exemplo, em sua função de perdas, levando-o a agir oportunisticamente manipulando a economia com o objetivo de aumentar as chances de obter sua reeleição ou a eleição de um sucessor. (Alesina, Cohen e Roubini, 1997).

É importante notar que, mesmo que não exista intenção de manipulação econômica pré-eleição, a simples possibilidade de mudança de governo pode afetar de maneira significativa a política econômica esperada para os anos futuros, gerando então uma reação compatível dos agentes da economia. De fato:

“Elections that result in a change in president, prime minister, or governing coalition generate uncertainty because the new government may have different

policy objectives than the incumbent. Even if an election does not lead to a change in leadership, the re-elected incumbent's policy preferences may change due to varying institutional, social and / or political constraints. This policy uncertainty leads to speculative behavior because economic agents in global currency markets can easily alter their portfolios; selling the currency of a country where there is political risk and purchasing another less risky asset.” (Leblang, 2002, p.75)

A literatura empírica, entretanto, não oferece uma evidência única sobre o impacto das eleições na probabilidade de ocorrência de crises externas. Bussière e Mulder (1999), por exemplo, analisam 22 países emergentes com fundamentos sólidos e fundamentos fracos nos anos de 1994 e 1997, e concluem que a incerteza sobre o processo de transição político é capaz de aumentar a vulnerabilidade externa de um país. Esta incerteza é particularmente importante nos casos em que os países possuem fundamentos ruins, com a vulnerabilidade externa acentuando-se tanto em períodos pré quanto pós-eleitorais. Leblang (2002) analisa 78 países em desenvolvimento entre os anos de 1975 e 1998 e conclui que ataques especulativos têm maior probabilidade de ocorrer em períodos pós-eleitorais. Block (2002), entretanto, analisando 23 países emergentes entre 1975 e 1997 não encontra evidências de que eleições aumentem a probabilidade de crises cambiais, seja em períodos pré ou pós-eleitorais. O autor sugere que a dificuldade de obtenção de evidências inequívocas do impacto das eleições nas crises cambiais reflete a necessidade de se proceder exames mais completos que incluam fatores políticos “estruturais” (Block 2002, p. 20).

A diferença de visões político-econômicas é normalmente representada através da ideologia dos partidos dos candidatos. A literatura associa tradicionalmente a governos de esquerda uma função de perdas que dá peso maior para variáveis sociais, tais como emprego, e peso menor para outras variáveis macroeconômicas tais como inflação e superávits fiscais. Por outro lado, partidos de direita tendem a ter uma visão oposta: preferem menor inflação a menor desemprego (Hibbs, 1997; Alesina, 1989; Alesina, Cohen e Roubini, 1997). A implicação direta é que governos de esquerda terão menor credibilidade perante o mercado financeiro internacional quando questões como defesa de paridade cambial ou escolha do nível ótimo do resultado fiscal estiverem em jogo. Dessa forma, espera-se que a ação dos investidores externos e de especuladores seja função da orientação política do governo no poder (Leblang, 2002). Block (2002) utiliza esta diferença de visão macroeconômica como hipótese para testar se

desvalorizações cambiais são menos prováveis quando o governo é relativamente menos disposto a tolerar inflação em favor de baixo desemprego, ou seja, quando os governos têm orientação de direita. A evidência encontrada pelo autor é de que governos com esta orientação política têm menor vulnerabilidade a crises cambiais, em parte por sua maior disposição de aceitar os custos que a defesa da paridade da moeda acarreta. Leblang (2002) encontra evidência semelhante, com países em que partidos de esquerda e centro estão no poder tendo maior probabilidade de sofrer ataques especulativos.

Medidas de “força” do governo também são fatores importantes que influenciam a probabilidade de ocorrência de crises externas. Governos que enfrentam uma menor oposição e cujos partidos controlam as casas relevantes (tais como Senado e Câmara de Deputados) têm maior facilidade de aprovar projetos de leis, decretos e implementar medidas polêmicas que são muitas vezes custosas ao país.

No entanto, a literatura tem se dedicado somente ao lado “básico” da questão política, na medida em que analisa apenas fatores político-ideológicos e seu evento principal, a eleição. Os efeitos captados por estas variáveis, porém, são apenas uma face de um prisma complexo. A dimensão política não se restringe somente a questões ideológicas e a eventos democráticos tais como eleição de representantes. Para uma análise correta do impacto dos fatores políticos na ocorrência de crises externas é necessário se considerar qual o arcabouço institucional em que esta dimensão política está operando, ou seja, é necessário se controlar pelas instituições nacionais que regulam o poder executivo. O presente trabalho propõe, então, que se estenda os horizontes da análise política de forma a incluir também estas variáveis institucionais.

A existência de leis, marcos regulatórios e direitos de propriedades têm um papel importante para o desenvolvimento econômico do país. A presença de instituições que regulem o poder executivo pode restringir significativamente mudanças bruscas na condução da política econômica externa e interna do país, diminuindo o número de equilíbrios possíveis.

O modelo apresentado no apêndice 1 do presente trabalho conclui que são as instituições e a extensão do poder do executivo que geram a possibilidade de *sudden stop* político. Dessa forma, uma grande limitação do poder executivo

impede que mudanças de governo possam ser acompanhadas de mudanças significativas no rumo da política econômica nacional, ao menos no curto prazo.

A construção e destruição de instituições democráticas do país, por sua vez, alteram não só a extensão do poder executivo mas também a forma com que esse poder é transmitido, a liberdade e extensão da competição política. Mesmo sem a presença do evento eleição, a alta limitação do poder executivo e o avanço democrático implicam na existência de uma burocracia regulatória que diminui o grau de discricionariedade do governo, evitando assim a possibilidade de inconsistência dinâmica e diminuindo o número de equilíbrios possíveis que são analisados pelos agentes externos ao tomarem a sua decisão de investir no país.

Portanto, a inclusão de variáveis que captem os efeitos das instituições nacionais é importante para que se possa proceder uma análise mais completa dos fatores políticos, na medida em que em que estas definem a verdadeira extensão através do qual decisões políticas podem afetar a economia.

Na próxima seção, procederemos testes para analisar qual o papel dos fatores políticos “básicos”, como analisados pela literatura, e “completos”, como proposto acima, sobre a probabilidade de ocorrência de uma parada brusca de financiamento externo.

3.1. Modelo Utilizado no Teste

O teste econométrico utilizado para identificar que fatores podem explicar a ocorrência de um *sudden stop* consiste da utilização do método LOGIT em uma base de dados em painel não balanceada. Em especial, busca-se analisar se fatores políticos e institucionais podem afetar a probabilidade de ocorrência de uma parada brusca de financiamento externo.

O modelo a ser estimado neste capítulo pode ser especificado da seguinte forma:

$$SS_{it} = x_{it-1}\beta + z_{it}\gamma + w_{it}\phi + d_t\delta + c_i + u_i \quad (1)$$

onde:

SS = evento binário indicando *sudden stop*

x = variáveis macroeconômicas de controle

z = variáveis políticas “básicas”

w = variáveis institucionais

d = *dummies* anuais controlando efeitos temporais

c = componente não observado, constante ao longo do tempo

u = erro

$\beta, \gamma, \delta, \phi$ = coeficientes a serem estimados

As variáveis econômicas de controle utilizadas no teste são:

- $CA_{(t-1)}$: Balanço de Conta Corrente/PIB em t-1
- $Varextcp_{(t-1)}$: Variação % da dívida de curto prazo no total da dívida externa
- $[Var_Reservas/PIB]_{(t-1)}$: Variação da razão Reservas/PIB em t-1
- $Extdebt_{(t-1)}$: Dívida Externa/PIB em t-1
- $M2ratio_{(t-1)}$: Moeda e quase-moeda / reservas em t-1
- $Xgrowth_{(t-1)}$: Crescimento % das exportações em t-1
- $Realdif_{(t-1)}$: Diferença da taxa de juros real em relação aos EUA em t-1
- $Coverage_{(t-1)}$: Cobertura de importações medida em meses em t-1
- $Trade_{(t-1)}$: Soma de exportação e importação de bens e serviços/PIB em t-1
- $Gdpgrowth_{(t-1)}$: Crescimento % PIB em t-1
- $DebtService/GNI_{(t-1)}$: Serviço da dívida/PNB em t-1
- $BudgetBalance_{(t-1)}$: Resultado fiscal do Governo/PIB em t-1

A escolha das variáveis de controle baseia-se nas indicações que a literatura apresenta sobre fatores econômicos que podem influenciar a ocorrência não só de *sudden stops* mas também de ataques especulativos e crises cambiais, como descrito na seção acima.⁶ A utilização de defasagens deve-se à hipótese de

⁶ Testou-se também a utilização de *dummies* indicativas do regime de câmbio segundo a classificação *de facto* proposta por Levy e Sturzenegger (2003) e o controle dos termos de troca. Entretanto a inclusão destas variáveis não mostrou-se significativa e reduzia consideravelmente a amostra, de forma que optou-se na versão final por excluí-la.

exogeneidade estrita das variáveis independentes. Esta hipótese seria visivelmente violada sem as defasagens devido à influência contemporânea que o *sudden stop* tem em cada uma destas variáveis.⁷

As variáveis políticas, por sua vez, se distribuem em dois grupos, nomeados de “básico” e “institucional”. As variáveis do **grupo básico** dizem respeito a questões de orientação e apoio político, como analisado normalmente pela literatura de economia política internacional:

Variáveis do grupo básico:

- **y_election:** *dummy* indicando ano de eleição.
- **Left, Center:** *dummies* indicando orientação política (referência é a direita).
- **Relection:** *dummy* indicando se a reeleição é permitida no país.
- **Lobby:** *dummy* indicando se o partido do Governo contém grupos de interesse (rural, religioso, regional ou nacionalista).
- **Allhouse:** *dummy* indicando se o governo controla todas as casas relevantes.
- **Opp/Gov:** razão do número de cadeiras da Oposição sobre o Governo no Legislativo.

Dada a possibilidade de ciclos políticos e temores de mudança de governo, espera-se que o coeficiente da *dummy* indicando ano de eleição seja positivo. Mudanças de governos de direita para governos de esquerda ou centro devem aumentar a probabilidade de ocorrência de um SS, devido à percepção dos agentes da diferença de visão econômica associada às diferentes ideologias. A possibilidade de reeleição é na verdade a possibilidade de continuação da política econômica do governo, e deve então ter coeficiente com sinal negativo, indicando a diminuição da probabilidade de ocorrência da parada brusca. A presença de grupos de interesse no governo não é bem vista pelos agentes externos, visto que esses grupos podem alterar as escolhas do governo para maximizar seu interesse. Portanto, o sinal esperado para o coeficiente da variável *Lobby* é positivo.

⁷ Um *sudden stop*, por exemplo, tem efeitos diretos sobre o câmbio, que se refletem nas importações e exportações. Essa condição, portanto, viola a hipótese de exogeneidade estrita. O mesmo pode ser dito para as outras variáveis.

Finalmente, os sinais de *Allhouse* e *Opp/Gov* são, a princípio, indefinidos, pois dependem de se o governo é visto como “bom” ou “ruim” pelos investidores externos.⁸

As variáveis contidas no **grupo institucional**, por sua vez, buscam capturar características intrínsecas e a profundidade da democracia do país, bem como o papel regulatório das instituições nacionais sobre o poder executivo. São elas:

Variáveis do **grupo institucional**

- **High_limited, Hyper_authority:** *dummies* que indicam a extensão do poder das instituições sobre a regulação do poder executivo:
 - ⇒ **High limited:** grupos de responsabilidade detêm poder efetivo igual ou mesmo superior ao executivo. Exemplos de evidência são países em que o executivo não tem papel algum na função da legislação, seja por não necessidade de aprovação de leis propostas pelo executivo, seja por incapacidade de veto; quando o executivo (premier, presidente, rei, conselho, etc.) é escolhido pelo grupo de responsabilidade e depende de seu apoio continuado para permanecer na posição (como no caso da maioria dos sistemas parlamentares).
 - ⇒ **Hyper authority:** Não existe ou existem pouquíssimas limitações regulares às ações do executivo. As ditaduras são representadas nesta *dummy*, cujos outros exemplos são países em que as restrições constitucionais sobre as ações do executivo são ignoradas; quando a constituição é freqüentemente modificada por iniciativa do executivo; quando não existe assembleia ou existe uma que é freqüentemente montada e desmontada pelo executivo; decretos-leis são freqüentemente usados; etc.
- **Democratic_improvement, Democratic_deterioration:** *dummies* indicando se o país avançou ou retrocedeu em 3 pontos ou mais

⁸ “Bom” e “ruim” são utilizados no sentido descrito na modelagem de um SS político. Vide apêndice 1.

numa escala de democracia que varia entre -10 e $+10$, onde -10 representa maior autocracia e $+10$ democracia plena.

- **yelectant**: *dummy* indicando que o ano anterior foi de eleição.
- **yelectpos**: *dummy* indicando que o ano seguinte é de eleição.

Alta limitação do poder executivo implica em uma burocracia regulatória que diminui os graus de liberdade e, portanto, a discricionariedade do governo. Dessa forma, o sinal esperado para essa variável é negativo – passar de uma situação intermediária para um ambiente de alta regulação deve diminuir a probabilidade de ocorrência de uma parada brusca de financiamento externo. De forma contrária, a posse por parte do poder executivo de ampla autoridade, como no caso das ditaduras, deve aumentar a probabilidade de ocorrência de um SS. O sinal esperado para avanços democráticos, por sua vez, é negativo, e para retrocesso, positivo.

A possível implementação de políticas econômicas inesperadas por um governo no 1º ano de mandato, período em que este conta com maior apoio popular, faz com que o sinal esperado de “yelectant” seja positivo; por outro lado, a antecipação da corrida presidencial e de possíveis mudanças futuras faz com que o sinal esperado da variável “yelectpos” seja positivo.

3.2. Método de Estimação

Devido à natureza binária do evento que se deseja estudar (a ocorrência ou não de um *sudden stop*), a escolha do método LOGIT torna-se natural. Neste modelo, a variável dependente assume o valor de 1 caso o evento tenha sido detectado, e 0 caso contrário.

No presente estudo opta-se por reportar para todos os coeficientes a razão de probabilidades, cuja interpretação econômica é bastante interessante: em quanto aumenta a probabilidade de ocorrência do evento de interesse (*sudden stop*) em relação à probabilidade de não ocorrência quando varia em uma unidade a variável independente.

Uma outra forma de olhar para a razão de probabilidades é pensar que ela expressa a chance de que uma parada brusca de financiamento externo ocorra em

países que detêm determinadas características em comparação com países em que estas não estão presentes. Suponha, por exemplo, que o coeficiente de determinada variável tenha valor de 6. Isto implica que o aumento de uma unidade nesta variável (por exemplo, aumento de um por cento na razão dívida/PIB, ou passar de 0 para 1 no caso de uma *dummy*) faz com que a chance de o evento ocorrer aumente, *ceteris paribus*, seis vezes em relação à condição inicial. É importante, entretanto, notar a presença da não-linearidade do método: no caso de uma variação em x unidades, a probabilidade de ocorrência do *sudden stop* aumenta na razão de probabilidade elevada a x -ésima potência.

A razão de probabilidade varia entre 0 e mais infinito continuamente. Coeficientes maiores do que 1 indicam um aumento na probabilidade de ocorrência do evento, e menores do que 1, a diminuição dessa probabilidade. Para que a interpretação do coeficiente menor do que 1 se torne mais intuitiva, procederemos uma pequena transformação no mesmo: reportaremos neste caso seu inverso com sinal negativo. Caso o coeficiente da k -ésima variável seja originalmente $\hat{\beta}_k = 0.2$, por exemplo, ele será transformado em $\tilde{\beta}_k = -(1/\hat{\beta}_k) = -5$ – uma redução em 5 vezes na probabilidade do evento.

A utilização de *dummies* temporais no modelo deve-se basicamente ao fato de que T é pequeno em relação a N , e portanto mudanças temporais não modeladas podem ter impactos significativos sobre os resultados (Wooldridge, 2000 p. 430).

O teste LOGIT será aplicado em uma base de dados em painel não balanceada utilizando efeitos fixos.⁹ A escolha por dados em painel deve-se à intenção de investigar se o fenômeno observado no Brasil em 2002 é realmente um fato estilizado, ou seja, se ele ocorreu em outros anos e em outros países. A próxima seção dedica-se a descrever os dados disponíveis para o teste.

⁹ Infelizmente, não se pode usar o Teste de Hausmann para decidir entre efeitos fixos ou aleatórios com LOGIT em dados em painel, devido ao problema de parâmetro incidental (Greene, 2003 p. 755). A escolha por efeitos fixos baseia-se então na consideração de que ao se analisar os países ao longo dos anos é provável que o efeito individual não observável esteja correlacionado com as variáveis independentes.

3.3. Resultados

Para que possamos obter respostas mais claras às questões propostas a partir da conclusão do modelo, dividiremos o exercício em três testes: O primeiro, o **teste tradicional**, seguindo o enfoque tradicional da literatura que inclui somente variáveis econômicas na determinação da probabilidade de ocorrência do *sudden stop*. O segundo, **teste básico**, incluindo as variáveis políticas básicas descritas na seção anterior, e o terceiro, **teste completo**, com todas as variáveis. Os coeficientes das *dummies* anuais não serão reportados por não terem interesse prático em si mesmas e servirem apenas para expurgar o efeito temporal.

Tabela 8: Teste Tradicional

Log likelihood = -109.50226

LR chi2(36) = 64.6

Prob > chi2 = 0.0024

Pseudo (McFadden) R2 = 20%

Número de Países = 44

Numero de Observações = 502

Variável dependente: <i>Sudden Stop</i>	Razão de probabilidade	Razão de probabilidade modificada	Desvio Padrão	P>z
CA _(t-1) ***	0.91	-1.09	0.03	0.8%
Varextcp _(t-1)	0.99	-1.01	0.02	72.3%
Var_Reservas/PIB _(t-1) ***	0.80	-1.25	0.04	0.0%
Extdebt _(t-1)	1.00	1.00	0.00	28.0%
M2_ratio _(t-1)	1.01	1.01	0.02	69.8%
Xgrowth _(t-1) *	0.97	-1.03	0.01	6.8%
Realdif _(t-1)	1.01	1.01	0.01	27.3%
Coverage _(t-1)	0.97	-1.03	0.13	80.0%
Trade _(t-1)	1.01	1.01	0.01	43.4%
GDPgrowth _(t-1)	1.00	-1.00	0.04	93.9%
Debtsevice/GNI _(t-1)	1.03	1.03	0.05	60.1%
BudgetBalance _(t-1) **	0.93	-1.07	0.03	1.7%

*** significante a 1% ** significante a 5% * significante a 10%

O teste tradicional, que inclui só variáveis econômicas, indica que uma melhora em 1% na conta corrente, medida como proporção do PIB, diminui a probabilidade de ocorrência de *sudden stop* em 0.09 vezes. O aumento da razão reservas/PIB em 1% gera uma diminuição de 0.25 vezes dessa probabilidade. O crescimento das exportações em 1% e a melhora do resultado do governo na mesma proporção levam a reduções dessa probabilidade em 0.03 e 0.07 vezes

respectivamente. O teste de razão de verossimilhança, por sua vez, indica que as variáveis são conjuntamente significativas a 1%.

Assim, o teste tradicional indica algumas variáveis que contribuem para a diminuição da probabilidade de ocorrência de *sudden stop*, porém não é capaz de identificar fatores que aumentem significativamente a probabilidade dessa ocorrência.

O segundo teste inclui as variáveis políticas básicas e busca evidências sobre o impacto da natureza ideológica do governo e do ano de eleição sobre a parada brusca, sem controlar para as instituições nacionais.

Tabela 9: Teste Político Básico

Log likelihood = -106.1855

LR chi2(43) = 71.23

Prob > chi2 = 0.0044

Pseudo (McFadden) R2 = 22%

likelihood-ratio test (tradicional nested in básico LR chi2(8) = 6.63

Número de Países = 44

Numero de Observações = 502

Prob > chi2 = 0.5766

Variável dependente: <i>Sudden Stop</i>	Razão de probabilidade	Razão de probabilidade modificada	Desvio Padrão	P>z
CA _(t-1) ***	0.91	-1.09	0.03	0.9%
Varextcp _(t-1)	0.99	-1.01	0.02	78.4%
Var_Reservas/PIB _(t-1) ***	0.80	-1.26	0.04	0.0%
Extdebt _(t-1)	1.01	1.01	0.00	14.0%
M2_ratio _(t-1)	1.01	1.01	0.02	62.9%
Xgrowth _(t-1) *	0.97	-1.03	0.02	7.1%
Realdif _(t-1)	1.01	1.01	0.01	14.9%
Coverage _(t-1)	1.03	1.03	0.14	82.7%
Trade _(t-1)	1.01	1.01	0.01	29.1%
GDPgrowth _(t-1)	1.00	1.00	0.04	98.0%
Debt service/GNI _(t-1)	1.04	1.04	0.05	45.9%
BudgetBalance _(t-1) **	0.93	-1.08	0.03	1.7%
y_election	0.76	-1.32	0.32	50.5%
left	0.40	-2.48	0.31	23.8%
center	1.00	1.00	0.77	99.6%
relection	0.62	-1.62	0.56	59.1%
lobby	4.19	4.19	4.34	16.7%
allhouse	0.54	-1.86	0.46	46.6%
Opp/Gov	0.64	-1.56	0.30	34.4%

*** significante a 1% ** significante a 5% * significante a 10%

Este teste mostra que as variáveis políticas incluídas na sua forma básica **não** são individualmente significantes para alterar a probabilidade de ocorrência de um *sudden stop*. Mais ainda, elas não são nem mesmo conjuntamente

importantes, visto que não se pode rejeitar a hipótese nula de que todos os coeficientes políticos básicos são iguais a zero pelo teste de razão de verossimilhança.

Portanto, caso acreditemos que o teste está especificado de maneira correta e de que estas são as variáveis explicativas relevantes, o teste de razão de verossimilhança nos indica que devemos descartar as variáveis políticas básicas com variáveis explicativas de forma a obter resultados mais eficientes.

No entanto, conforme ressaltado anteriormente, a dimensão política não pode ser restrita somente à questão ideológica. Fatores institucionais e democráticos que dizem respeito à extensão dos poderes do executivo e à possibilidade ou não de manutenção de políticas e medidas adotadas pelos governos devem ser também levados em consideração. Portanto, o teste relevante é o que busca analisar não só as questões ideológicas e de conflito de interesses mas também o ambiente em que estes fatores se encontram. É esse o objetivo do 3º teste, que inclui portanto todas as variáveis – econômicas, básicas e institucionais.

O resultado do terceiro teste mostra a relevância de os fatores políticos como um todo na determinação de probabilidade de ocorrência do SS, sem alterar significativamente os resultados anteriores encontrados para as variáveis econômicas.

A primeira diferença em relação ao teste anterior surge na variável que indica se a reeleição é ou não permitida no país. Ao incluirmos medidas de limitações institucionais do poder executivo e extensão da democracia nacional, “relection” se torna altamente significativo e com um coeficiente elevado em termos absolutos, indicando que em países em que a continuidade política e/ou econômica é possível através de reeleições, a probabilidade de ocorrência de uma parada brusca de financiamento é 77.3 vezes menor do que em países em que a reeleição não é permitida. De forma semelhante, o controle por parte do Governo de todas as casa relevantes passa a ser responsável por uma redução de 13.8 vezes na probabilidade de ocorrência do evento.

As variáveis democráticas não se mostraram individualmente significantes, embora um teste de razão de verossimilhança indique que não podemos restringir seus coeficientes a zero. Apesar da quase-colinearidade entre a variável de retrocesso democrático e “hyper_authority”, o teste de razão de verossimilhança comparando os modelos com e sem “democratic_deterioration” indica que esta variável individualmente também não pode ser excluída da análise.¹⁰

A *dummy* indicando eleição no ano anterior se mostrou significativa a 1% indicando um aumento de probabilidade de 3.5 vezes. A interpretação sobre o sinal e valor deste coeficiente reside em surpresas pós-eleição e ao fato de que medidas impopulares ou extremas são normalmente aplicadas no primeiro ano de governo, quando o apoio político e popular é mais forte.

A inclusão de variáveis institucionais aumentou em 50% o pseudo-R², que alcançou 33%. Os testes de razão de verossimilhança indicam que não podemos restringir os coeficientes das variáveis políticas completas a zero e tampouco podemos fazê-lo somente para as variáveis políticas básicas na presença das institucionais.¹¹

Portanto, os testes indicam que os fatores políticos são individualmente e conjuntamente significativos para se determinar a probabilidade de ocorrência de paradas bruscas, quando considerados em uma definição mais ampla - incluindo tanto fatores ideológicos quanto institucionais. Variáveis que indicam a regulação institucional do poder executivo e sua continuidade são especialmente relevantes, tanto em termos de significância estatística quanto em impacto absoluto, para a determinação da probabilidade de ocorrência ou não de um *sudden stop*. A tabela 11 abaixo resume e compara as principais conclusões deste capítulo com trabalhos recentes da literatura.

¹⁰ LR $\chi^2(2) = 5.77$ (Prob > $\chi^2 = 0.056$) e LR $\chi^2(1) = 5.04$ (Prob > $\chi^2 = 0.024$), respectivamente

¹¹ A utilização de *dummies* regionais, conforme sugestão da banca, não alterou significativamente os resultados, apenas aumentou o impacto absoluto das variáveis políticas significativas encontradas no teste acima. Entretanto, o teste de razão de verossimilhança nos indica que podemos excluir essas *dummies* da análise (LR $\chi^2(3) = 2.56 \Rightarrow$ Prob > $\chi^2 = 0.46$).

Conclui-se então que a existência de instituições de qualidade é importante para a diminuição da probabilidade de ocorrência de uma parada brusca de financiamento externo.¹²

Tabela 11: Comparação das Principais Conclusões do Capítulo com a Literatura Recente

	Presente trabalho	Bussière e Mulder (1999)	Leblang (2002)	Block (2002)	Kaminsky et al. (1997)
Evento estudado	<i>Sudden Stops</i>	Vulnerabilidade Externa de uma forma geral	Ataques especulativos	Crises cambiais	Crises cambiais
Amostra utilizada	167 países em 28 anos (1975 a 2002), incluindo países de renda alta, baixa, altamente endividados ou não	22 países emergentes entre 1994 e 1997	78 países em desenvolvimento entre 1975 e 1998	23 países emergentes entre 1975 e 1997	Diversos estudos realizados por outros autores
Principais conclusões	Sudden Stops também ocorrem em países que possuem baixo endividamento e alta renda. Fatores políticos são relevantes, desde que sejam incluídos conjuntamente fatores institucionais que regulem a extensão do poder executivo; Períodos pós-eleição aumentam a probabilidade, mas ano de eleição não. Reeleição diminui significativamente a probabilidade, bem como a alta limitação do poder executivo	Vulnerabilidade Externa aumenta em períodos pré e pós-eleitorais	Ataques especulativos têm maior probabilidade de ocorrer em períodos pós-eleitorais; países governados por partido de esquerda ou centro têm maior probabilidade de sofrer ataques	Não encontra evidências de que eleições aumentem a probabilidade de crises em períodos pré ou pós-eleitorais; Governos de direita têm menor vulnerabilidade a crises cambiais	Fatores econômicos relevantes: crescimento exportações, reservas internacionais, balanço comercial, déficit fiscal e razão moeda-reservas

¹² É importante notar que a presença de instituições fracas tem impactos sobre o desenvolvimento econômico nacional e sobre o bem-estar mesmo em momentos em que o financiamento externo está disponível. Uma questão interessante, que pode ser estudada futuramente, é a análise do impacto direto sobre o bem-estar de instituições fracas, esteja o financiamento externo disponível ou não.