

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**BRASIL, *INVESTIMENT GRADE*?
UMA ANÁLISE DO PERÍODO
PÓS-METAS DE INFLAÇÃO (1999 – 2007)**

HUGO TOLOMEI
Matrícula nº: 102019501

ORIENTADOR(A): Prof. Denise Lobato Gentil

MARÇO 2009

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**BRASIL, *INVESTMENT GRADE*?
UMA ANÁLISE DO PERÍODO
PÓS-METAS DE INFLAÇÃO (1999 – 2007)**

HUGO TOLOMEI
Matrícula nº: 102019501

ORIENTADOR(A): Prof. Denise Lobato Gentil

MARÇO 2009

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

“In fact you could almost say that we live again in a two-super-power world. There is the US and there is Moody’s. The US can destroy a country by leveling it with bombs. Moody’s can destroy a country by downgrading its bonds.”

Thomas Friedman¹

“Dedico este trabalho ao meu pai, Cláudio Tolomei”

¹ Friedman, Thomas. *Don't mess with Moody's*. New York Times. February 22, 1995.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

AGRADECIMENTOS

A todos os professores e seus convidados pelo carinho, dedicação e entusiasmo demonstrado ao longo do curso.

À professora Denise, minha orientadora, pelos valiosos conselhos e incentivo no auxílio às atividades sobre o andamento desta monografia de conclusão de curso.

Aos colegas e amigos de classe pela espontaneidade e alegria na troca de informações e matérias numa rara demonstração de amizade e solidariedade.

À minha família pelo apoio e a paciência das madrugadas diárias de estudo.

À minha namorada, Sá, pela compreensão e companheirismo.

E por fim a Deus por tudo que tenho na minha vida, pela oportunidade e pelo privilégio que me foi dado em compartilhar tamanha experiência e aprendizado no curso de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar o caminho do Brasil para obtenção do Grau de Investimento. O período histórico deste trabalho compreende o pós-metas de inflação do ano de 1999 até o final do ano de 2007, em particular, o segundo governo do presidente Fernando Henrique e os dois últimos mandatos do governo do presidente Luis Inácio Lula da Silva.

Avalia-se, como a mudança da economia ocorrida no período pós-metas de inflação contribui para a melhora dos indicadores brasileiros. Com a evolução do panorama fiscal, grande redução da dívida externa, tendência de crescimento e maturação de instituições e políticas públicas, o Brasil obteve pré-requisitos necessários para a definitiva mudança em seu perfil de risco.

O ponto principal é discutir a metodologia utilizada pelas agências e questionar a respectiva arbitrariedade nas avaliações do risco nos países.

Portanto, o objeto deste trabalho é efetuar uma avaliação a respeito da evolução dos indicadores macroeconômicos brasileiros, a partir do período pós-metas de inflação, e questionar os motivos que levaram ao Brasil a não ter obtido até o final do ano de 2007 o referido grau de investimento.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	11
CAPÍTULO I – ABORDAGEM DAS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i> E DOS CRITÉRIOS DE CLASSIFICAÇÃO	
I.1-Agências de <i>Rating</i> e as Classificações Soberanas.....	13
I.1.1-A Criação das Agências e as Escalas de Classificação.....	14
I.1.2-Classificações e Previsão de Risco das Agências.....	18
I.2- Risco-país, Risco-soberano e Prêmios de Risco.....	20
I.2.1-Definição dos Riscos e a Classificação do “Teto Soberano”.....	20
I.2.2-Convergência: Risco Soberano, Risco-País.....	23
I.3- O Processo de Classificação de Risco soberano pelas Agências de <i>Rating</i>	24
I.3.1- Disposição, Capacidade e Autonomia dos Pagamentos Soberanos.....	25
I.3.2- Fatores de Atribuição do <i>Rating</i> Soberano.....	25
CAPÍTULO II – TRAJETÓRIA DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO PÓS-METAS DE INFLAÇÃO.	
II.1- Conjuntura Econômica do Pós Metas de Inflação.....	29
II.1.1- Pré-condições Econômicas do Regime de Metas de Inflação.....	29
II.1.2 - O Segundo Governo FHC e o Regime de Metas de Inflação.....	32
II.1.3 - O Regime de Metas Inflacionárias em Outros Países.....	34
II.1.4 - Resultados e Conseqüências do Regime de Metas de inflação.....	37
II.2 – A Importância dos Indicadores na Classificação de risco Soberano.....	38
II.2.1 – A Importância dos Indicadores na Classificação de risco Soberano.....	38
II.2.2 – Perspectiva Histórica dos Indicadores: uma abordagem da vulnerabilidade externa Brasileira.....	42

**CAPÍTULO III – PERSPETIVAS COM *INVESTMENT GRADE*. UMA ANÁLISE
DA ATUAL CONJUNTURA ECONÔMICA BRASILEIRA.**

III.1- Trajetória Brasileira, uma melhora global dos Fundamentos econômicos.....	49
III.1.1- Benefícios da Expansão do Crédito Brasileiro.....	49
III.1.2- Conjuntura Internacional e a melhora no perfil da Dívida Brasileira.....	52
III.2- Brasil, uma Economia de Investimento.....	53
III.2.1- Conseqüências para os setores da Economia.....	54
III.3- A credibilidade das Agências e a crise dos EUA.....	57
CONCLUSÃO.....	59
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	61

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRAFICO 1	
- Juros Líquidos / Exportações (%) Trimestral (1999-2007).....	45
GRAFICO 2	
- Dívida Externa Total Líquida / PIB (%) (1999-2007).....	46
GRAFICO 3	
- Dívida Externa Líquida / Exportações - Trimestral (1999-2007).....	46
GRAFICO 4	
- Reservas (Liquidez) Dívida Externa Total (%) – Trimestral (1999-2007).....	47
GRAFICO 5	
- Serviço da Dívida / Exportações (%) – Trimestral (1999-2007).....	47
GRAFICO 6	
- Transações Correntes / PIB em 12 meses (%) – Trimestral (1999-2007).....	48
GRAFICO 7	
- Crédito Total / PIB (US\$ Bilhões – 1999-2007).....	51

ÍNDICE DE QUADROS

QUADRO 1	
- Escalas de Classificação de Risco.....	17
QUADRO 2	
- Avaliação de Risco nos Países.....	18
QUADRO 3	
- Fatores de Atribuição de Rating Soberano.....	28
QUADRO 4	
- Adoção das Metas de Inflação pelos Países.....	35
QUADRO 5	
- Principais Fatores na Avaliação de Risco.....	39
QUADRO 6	
- Variáveis Consideradas na Avaliação de Risco.....	39

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

as opiniões expressas nesse trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

INTRODUÇÃO

Nesta década, com a constante evolução dos indicadores brasileiros, o país sempre esteve perto de mudar a sua classificação de risco para Grau de Investimento, melhor nível que um país pode alcançar. Atingí-la, traria benefícios para o país. Contudo, a despeito das melhorias alcançadas, o Brasil não obteve até o final do ano de 2007 todos os critérios de seleção das principais agências de classificação de risco para receber o Grau de Investimento. Mesmo contando com uma inflação sob controle, as reservas internacionais em níveis elevados, a taxa de câmbio relativamente apreciada, o balanço de pagamentos com saldo predominantemente positivo e o risco-país em níveis historicamente reduzidos, refletindo uma menor percepção de risco dos agentes de mercado em relação à economia brasileira, tais patamares não têm se mostrado suficientes. Pelos critérios avaliados pelas agências de *rating*, o país deve esperar um pouco mais para a obtenção do Grau de Investimento.

O presente trabalho tem a intenção de questionar os motivos pelo qual o país não obteve o grau de investimento no período 1999-2007. Por isso, verificar-se-á critérios, determinações e processos que as agências utilizam para a classificação do risco de um país. Tais verificações são parte do primeiro capítulo desta monografia.

No segundo capítulo tem-se como intuito fazer uma revisão histórica do período abordado no trabalho: o pós-metas de inflação. Neste sentido, verificar-se-á as pré-condições do regime de metas inflacionárias no Brasil e em outros países, a fim de criticar os resultados e as conseqüências do regime de metas de inflação. Posteriormente, verificar-se-á a importância dos indicadores macroeconômicos para a classificação do risco soberano através de uma visão no período pós-metas de inflação.

Já no terceiro capítulo, faz-se uma análise da conjuntura econômica brasileira, abordando os benefícios da expansão do crédito no país, a evolução da taxa de juros e da dívida pública brasileira, a estabilidade de preços adquirida no pós-metas de inflação e a conjuntura internacional. Abordar-se-á, por fim, os privilégios de ser uma economia de investimento, mencionando-se os fatores positivos que o país poderá obter com o grau de investimento.

Enfim, este trabalho irá criticar os motivos que atribuem ao país a não obtenção do requerido grau de investimento do início do pós-metas de inflação até o final do ano de 2007. Tem-se como intuito abordar as metodologias utilizadas pelas agências de classificação de risco além de observar a perda de credibilidade das agências classificadoras de risco após a crise das hipotecas nos EUA. O intuito será verificar, portanto, com a evolução de importantes indicadores macroeconômicos para a detenção do requerido grau de investimento pelo Brasil.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

CAPÍTULO I - ABORDAGEM DAS AGÊNCIAS DE *RATING* E DOS CRITÉRIOS DE CLASSIFICAÇÃO

Desde que as agências atribuíram notas para determinar o risco dos países, muito tem se discutido sobre os conceitos, critérios e formas utilizados nestas avaliações.

Neste contexto, antes de ingressar diretamente no tema descrever-se-á elementos importantes como risco-país, risco-soberano e prêmios de risco e o processo de classificação do risco-soberano.

Desta maneira, este capítulo tem por objetivo analisar o método utilizado pelas agências, a fim de, confrontar os critérios utilizados neste processo.

I.1 Agências de *Rating* e as Classificações Soberanas

Esta seção visa, primeiramente, apresentar a importância da avaliação realizada pelas agências de *rating*² no que tange às classificações de risco. Os *ratings* devem ser vistos como indicadores consistentes de vulnerabilidade relativa ao invés de serem vistos como reais e numéricas taxas de *default* (Ficht, 2007a). Em particular, nas classificações de risco soberano. Segundo Afonso (2003), a classificação da dívida soberana além de ser uma medida de solvência e capacidade de pagamento, também é um *assessment* da situação política, econômica e financeira de uma economia, fornecendo também medidas sobre o nível de desenvolvimento de um país. Entende-se por classificações de risco soberano todas as classificações que incluem uma opinião técnica sobre a probabilidade ou não de um emissor de títulos de renda fixa pagar os juros e o principal desta dívida. Neste sentido, numa avaliação de risco soberano, torna-se necessário abordar os problemas oriundos das assimetrias de informação nas transações financeiras.

Neste item destacam-se as escalas do risco soberano e a posição de cada agência de *rating* para o risco. Neste trabalho tem-se como intuito abordar as três principais agências de classificação de risco de crédito do mercado que detêm grande parte da análise internacional: a *Standard & Poor's* (S&P), a *Moody's*, e a *Ficht Rating*.

² Entende-se *rating* como as estimativas de probabilidade de *default* de um emissor (Mellios e Paget-Blanc, 2006).

I.1.1 A Criação das Agências e as Escalas de Classificação

Buscando entender a criação das agências de *rating* ao longo da história, é necessário saber, primeiramente, as características da maioria das transações financeiras. Estas são marcadas por assimetrias de informações entre aplicadores e tomadores de recursos. Os tomadores de recursos podem projetar com maior precisão sua capacidade de pagamento e o seu relacionamento com as dívidas se comparado com aqueles que repassam estes recursos. Desta forma, a presença de assimetria reporta-se a uma distorção dos prêmios de risco de crédito das transações financeiras. Estes passam a não representar claramente o devido risco do país em questão.

Kräussl (2003), afirma que as agências de *rating* desempenham um importante papel na decisão financeira na medida em que disponibilizam aos participantes do mercado informações sobre o risco de crédito associado aos diferentes investimentos financeiros. Dentro dessa lógica, torna-se necessário, em qualquer economia, a presença de agências supridoras de *rating*. Seus resultados permitem que opiniões não sejam restritas aos bancos e a competências particulares. Tal fato representa, portanto, um elemento necessário para que haja maior contribuição e diversidade da informação do crédito.

Os aplicadores de recursos, a fim de diminuir perdas com a inadimplência, buscam processar inúmeras informações que sejam suficientes e relevantes para obter sucesso em cada operação. Contudo, estes mecanismos além de funcionar com altos custos e encarecer as operações financeiras, muitas vezes, não refletem a eficácia esperada.

Neste contexto, que atuam as agências de *rating*. Devido ao fato de concentrarem seu trabalho nessa atividade, podem se beneficiar de economias de escala e de escopo em suas análises. As agências conseguem desenvolver competências específicas capazes de atender a demanda por informações requeridas pelo mercado. Dentro dessa lógica, torna-se necessário, em qualquer economia, a presença de agências supridoras de *rating*. Seus resultados permitem que opiniões não sejam restritas aos bancos e a competências particulares. Tal fato representa, portanto, um elemento necessário para que haja maior contribuição e diversidade da informação do crédito.

O que se propõe nesta seção é tratar especificamente do risco soberano, isto é, aquele risco de crédito que está associado a operações de crédito concedidas a Estados Soberanos. Esta operação aponta uma especificidade se comparada ao exercício de crédito cedido aos agentes privados ou aos agentes públicos infra-nacionais e não soberanos. Isto

ocorre porque o risco soberano correlaciona-se com variáveis distintas e de outra natureza como reservas de divisa, fluxos no balanço de pagamentos, crescimento econômico, fatores políticos, dentre outros. Para esta análise destaca-se anteriormente as três principais agências internacionais de risco de crédito que procedem regularmente ao *rating* de risco soberano.

O parecer de risco soberano analisado pelas agências tem como objetivo uma avaliação sobre a capacidade e a disposição de um governo em honrar integralmente a sua dívida nos prazos e condições acordados com os credores, à contratação de um empréstimo. A partir desses resultados, as agências obtêm classificações que, a rigor, seriam uma medida de probabilidade de um dado governo entrar em moratória. Isto inclui a possibilidade do governo suspender o pagamento dos juros e do principal na data do seu vencimento.

As classificações soberanas têm como objetivo exclusivo fazer referências a uma estimativa do risco-soberano, entendidas como a disposição do soberano ao pagamento de dívidas, como pode ser visto na descrição realizada por Canuto e Santos:

“(...) as classificações soberanas referem-se à capacidade e disposição do governo central honrar suas dívidas com credores privados. São, portanto, uma estimativa do risco-soberano e não se referem aos créditos bilaterais e de instituições multilaterais como o Banco Mundial e o FMI ou diretamente à probabilidade de inadimplência dos governos subnacionais, empresas estatais ou privadas.” (Canuto e Santos, 2003, p.9).

No tocante as agências de *rating*, percebe-se que, cada uma possui uma taxonomia própria em sua classificação, assim como, se diferenciam também na opinião sobre a direção provável da classificação de risco.

Primeiramente abordar-se-á a *Moody's*, agência de *rating* criada nos EUA, em 1900, como divulgadora de um manual de informações e estatísticas de ações e títulos de instituições financeiras. A agência hoje está entre as mais respeitadas e amplamente utilizadas provedoras de *rating* de crédito, pesquisa e análise de risco do mundo, com abrangência de análise de mais de 100 países. As classificações realizadas pela *Moody's* originam relatórios com expectativas de *rating*. Este indicador atribuído nos relatórios das agências funciona como uma função da probabilidade de moratória e da expectativa da perda monetária como consequência da inadimplência. Quando surge uma possibilidade na

mudança na classificação de um país, a *Moody's* anuncia como “lista de aviso” (*watchlist*) e fornece a possível direção da classificação nos próximos 90 dias: em revisão para elevação (*upgrade*), em revisão para rebaixamento (*downgrade*), ou uma posição de “indefinido” (*review with outlook uncertain*).

Já a agência *Ficht Rating*, é outra poderosa no mundo das avaliações de risco. Combina quatro agências com alta reputação: *Fitch*, *IBCA*, *Duff & Phelps* e *BankWatch* em uma operação de análise global. A agência tem presença de *rating* em mais de 90 países, com um staff analítico e profissional de dezenas de pessoas. Com relação a sua análise sabe-se que esta avalia apenas a probabilidade de moratória até a sua ocorrência. Nesta agência o que diferencia suas avaliações são as perspectivas de recuperação do principal (Fitch, 1998 e Bathia, 2002). Quando surge a possibilidade de classificação de um soberano, *Fitch Rating* chama de “alerta de classificação” (*RatingAlert*), e a partir desta, atribui um caráter negativo, positivo ou indefinido.

Por último tem-se a *Standard & Poor's* (S&P), também criada nos EUA, é líder na provisão de inteligência de mercado. Como a principal fonte de *ratings* de crédito, índices, informações sobre investimentos, avaliação de risco e dados. As suas classificações tendem a refletir pelo *status* e probabilidade de moratória. Nesta análise, não se verifica a gravidade, o período em que o governo permanecerá em moratória, os termos de uma possível renegociação da dívida e o valor esperado de recuperação do principal (Bathia, 2002). Na *Standard & Poor's* a listagem chama-se de “aviso de crédito” (*CreditWatch*) e também pode ser atribuído um caráter negativo, positivo ou indefinido.

De forma geral, as classificações atribuídas pelas agências são variações da escala A, B, C, D. Segundo a *Moody's* a melhor classificação é a “Aaa” e a mais baixa é a “C”. Já com relação à *Fitch Rating* e *Standard & Poor's* a melhor classificação é a “AAA” e mais baixa classificação é a “D”. Segundo estas classificações, verifica-se quais os soberanos que têm menor probabilidade de moratória, que são governos com classificação igual ou acima de “BBB-” ou “Baa3” chamados de grau de investimento. Nesta classe encontram-se os países onde o risco de crédito é baixo ou inexistente. Em contraposição, estão classificados os países com maior probabilidade de não honrarem seus compromissos. Estes se verificam pela maior possibilidade de moratória, e em escala de *rating* estão abaixo “BB+” ou “Ba1” e são chamados de “grau especulativo” (*speculative grade*). Verificar-se-á estas informações com base no quadro 1 que segue abaixo:

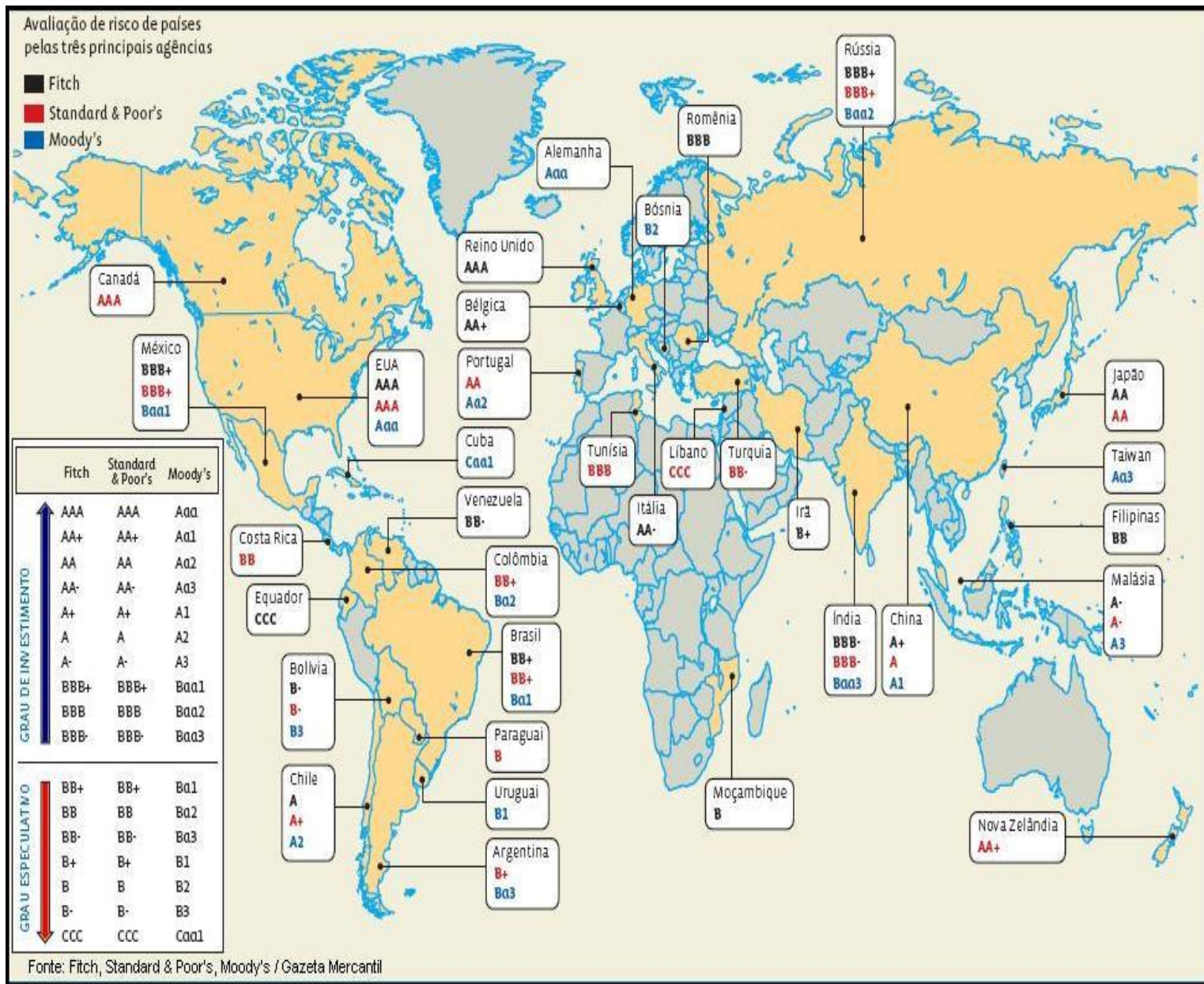
Quadro 1: Escala de Classificação de Risco

ESCALA DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO			
ESCALA NUMERICA	S&P	FITCH	MOODY'S
1	AAA	AAA	Aaa
2	AA+	AA+	Aa1
3	AA	AA	Aa2
4	AA-	AA-	Aa3
5	A+	A+	A1
6	A	A	A2
7	A-	A-	A3
8	BBB+	BBB+	Baa1
9	BBB+	BBB+	Baa2
10	BBB-	BBB-	Baa3
GRAU DE ESPECULAÇÃO			
11	BB+	BB+	Ba1
12	BB+	BB+	Ba2
13	BB-	BB-	Ba3
14	B+	B+	B1
15	B	B	B2
16	B-	B-	B3
17	CCC+	CCC+	Caa1
18	CCC+	CCC-	Caa2
19	CC-	CCC-	Caa3
20	CC	CC	-
21	C	C	-
22	SD1	DD3	Ca4
23	D2	DD	C
24	-	D	-

Fonte: *Moody's, Standard and Poor's e Ficht Rating*

Como mostra o quadro a seguir em forma de mapa, correspondente aos dados de 2007/2008, tem-se um detalhado panorama da avaliação de risco nos países, pelas três agências de *ratings*. As classificações foram atribuídas segundo as respectivas escalas:

Quadro 2: Avaliação de Risco nos Países



I.1.2 Classificações e Previsões de Riscos das Agências

É importante entender que as classificações das agências de *rating* buscam enquadrar a frequência dos eventos ao longo do tempo. Isso implica que as classificações atribuídas pelas agências são indicadores de risco relativo e não têm como meta prever a suspensão de pagamentos que ocorrerá por um determinado agente em dada ocasião. Na visão das agências, as classificações não têm como objetivo indicar quando uma moratória

pdfMachine
A pdf writer that produces quality PDF files with ease!
 Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.
 Get yours now!

ocorrerá ou se um país enfrentará uma crise de balanço de pagamentos. O que ocorre, portanto, é a tentativa de encontrar a frequência de eventos. Assim, um país com “grau de investimento” se espera uma frequência maior na capacidade para enfrentar e administrar futuras crises do que nações com categoria “grau de especulação”.

Um episódio muito abordado nesta literatura foi o caso da crise asiática. As agências de *rating* classificaram a Tailândia, Indonésia e Coréia como economias *Investment Grade*. Contudo, no início de 1997, tais economias não refletiam adequadamente o risco dos seus títulos da dívida externa. Tal fato gerou, portanto, muitas críticas em relação às agências.

Muito foi questionado com relação a economias de grau de investimento se envolverem em crises financeiras. As agências em seu favor argumentaram que muitas informações importantes não estavam disponíveis antes da crise asiática. Alguns dados oficiais subestimavam a relação entre créditos inadimplentes e créditos totais do setor bancário. As agências de *rating* se defendem mais uma vez afirmando que os emitentes precisam ter bons resultados e priorizar a transparência informacional para obterem boas notas (FMI, 1999b, p.111).

Durante a crise asiática existiram diversas críticas as agências (Reinhart, 2002). Destacando os países em seus episódios, existia na Tailândia uma questão concentrada em problemas de operações no mercado futuro de câmbio. Com relação à Indonésia, a crise foi motivada pela quantidade do estoque da sua dívida denominada em moeda estrangeira. Já no caso da Coréia, por sua vez, seu Banco Central apresentou um nível negativo de reservas internacionais líquidas.

Segundo Bone (2005), esses fatos aumentaram a certeza de que existe uma total desconexão entre o desempenho das variáveis-base (fundamentos), a frequência dos *ratings* e a precisão da nota. Também que as crises de 1997 e 1998 foram resultado de uma avaliação superficial do desempenho econômico-financeiro dos emitentes de títulos da dívida, que resultaram em *ratings* irrealistas.

Segundo as agências, fatos como esse comprometeram a avaliação da capacidade de pagamento. Com o término da crise asiática, as agências buscaram analisar de forma mais cautelosa e com mais atenção para o curto prazo, a relação dos passivos do setor público, dos passivos externos do setor financeiro e a mobilidade para o aumento de passivos públicos em épocas de crise.

Embora as agências tenham sofrido críticas durante seu longo processo de avaliação de risco soberano, cada vez mais se tem visto o uso destas agências como parâmetro para regulamentações financeiras.

Sabe-se que não só os EUA têm mostrado um grande crescimento neste setor, países desenvolvidos e em desenvolvimento também apresentam um excelente destaque no uso das agências para as regulações financeiras. Diante deste cenário, não é de se estranhar que muitos países busquem apresentar uma maior transparência nas suas contas nacionais. Contudo, nota-se ainda, que alguns países oferecem dificuldades para disponibilizar o resultado das suas contas nacionais mesmo possuindo um elevado *rating*. Melhores avaliações de crédito atribuídas pelas agências de *rating* significam um aumento da liquidez dos seus títulos no mercado.

I.2 Risco-país, Risco-soberano e Prêmios de Risco

Esta seção trata dos principais conceitos de risco que podem ser atribuídos a um dado país. Também serão abordados a variação e o comportamento dos seus prêmios de risco.

I.2.1. Definição dos Riscos e a Classificação do “Teto Soberano”

Primeiramente, abordar-se-á nesta seção a diferença entre o risco soberano e o risco-país. Os dois indicadores são muito importantes para se avaliar a situação de um país. Embora estes dois riscos estejam fortemente relacionados dizem respeito a objetos distintos.

No caso do risco soberano, refere-se à qualidade do crédito do governo nacional para honrar as suas dívidas. Este índice é fornecido por agências que atribuem notas, expressas por uma combinação de letras e números, que permite avaliar a capacidade de um país em honrar seus compromissos junto aos seus credores. O propósito do risco soberano é identificar a margem de risco de um determinado país através de uma escala de classificação (Canuto e Santos, 2003).

O risco-país é um conceito mais abrangente que se reporta, para além do risco soberano. Isto é, ao risco de inadimplência atrelado ao controle do governo. O risco não está propriamente sob o controle das empresas privadas ou dos indivíduos (Claessens e

Embrechts, 2002). O risco- país, portanto, é o indicador mais difundido quando se trata de prêmios de risco em economias emergentes. Este indicador tem por objetivo expressar o risco a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no país, isto é, o risco-país mede a exposição à perda em operações de crédito internacional derivada de uma ação do governo, independente da vontade das partes envolvidas, no caso a empresa ou um investidor. Este risco é conhecido no mercado como o EMBI+³ e foi criado pelo banco JP Morgan. Este tem uma variação diária e usa como referência a diferença entre o rendimento médio (juros) da carteira de títulos emitidos pelo país e o rendimento dos títulos do Tesouro norte americano, tidos como de referência de risco zero - (*risk free*) (Canuto e Santos, 2003).

Como descrito pelas agências a classificação dos países na maioria das vezes torna-se um “teto soberano” (*sovereign ceiling*) para os demais credores. Contudo, em situações especiais, muitas vezes este teto soberano pode ser ultrapassado por algumas corporações. Isto ocorre quando as agências de *rating* entendem que determinadas empresas estão menos vulneráveis do que o seu próprio país onde estão sediadas.

No Brasil, por exemplo, já se tem empresas que apresentam um *rating*, de grau de investimento, mais elevado do que o atribuído para o país. Na maioria das vezes, isto ocorre com grandes companhias que têm considerável importância nacional como a Petrobrás e a Companhia Vale.

Essa metodologia do *teto soberano* foi revista pelas agências de *rating* procurando avaliar a capacidade e a independência dos emitentes privados em relação às políticas praticadas pelo governo do país de domicílio. Algumas vezes em caso de crise, os governos permitem uma maior flexibilidade com relação à permissão de algumas empresas em transações em moeda estrangeira, a fim de muitas vezes não agravar ainda mais a crise e a confiança dos investidores do país.

Como descrito pela *Standard & Poor's*, o uso do termo “*teto soberano*” não é correto, uma vez que traz uma imagem equivocada da qualidade de crédito dos emitentes de dívida privada. Nesse sentido, a agência *Standard & Poor's* tem procurado atribuir *ratings* dos emitentes privados como mencionados no seu relatório:

³ *Emerging Market Bond Index Plus* – Índice que calcula o Bônus dos Mercados Emergentes Mais. Os países que compõem o índice na América latina são Argentina, Brasil, Colômbia, México, Panamá, Peru, Equador e Venezuela. Os não latinos são Bulgária, Egito, Malásia, Marrocos, África do Sul, Turquia, Ucrânia, Polônia, Rússia, Nigéria e Filipinas. (JP Morgan, 1995).

“(...) avaliando o impacto do risco soberano sobre a qualidade de crédito de cada emitente e como ele pode afetar a capacidade desse emitente em cumprir com as suas obrigações, segundo as condições de um determinado instrumento de dívida [...]”(Standard & Poor's 2002a, p.1).

Em virtude dos entendimentos equivocados por parte do mercado, a *Standard & Poor's*, procura esclarecer a relação existente entre o *rating* soberano e o corporativo de emitentes domiciliados no país, mostrando que, quando o país enfrenta dificuldades ou está em situação de *default*, a probabilidade de aumentar as dificuldades para os demais emitentes privados situados no país também aumenta. Então, existe um forte vínculo entre os *ratings*. Contudo, esse vínculo pode ser diferente para as dívidas em moeda doméstica e estrangeira (*Standard & Poor's*, 2002a).

Para a *Moody's* (2001), o entendimento de “teto soberano” apresenta algumas particularidades que diferem da *Standard & Poor's*. Na visão da agência, os *ratings* de dívidas do governo soberano em moeda estrangeira servem de teto para os *ratings* de dívidas em moeda estrangeira de emitentes privados domiciliados no país em questão.

Os fundamentos para a fixação do teto em moeda estrangeira baseiam-se nos riscos de Transferência & Conversibilidade (T&C) de moeda estrangeira para todos os emitentes nacionais. Isto é, o teto soberano refere-se ao fato do governo, em momentos de crise da dívida externa, deter a decisão de impedir a saída do fluxo de moeda estrangeira, inclusive o pagamento de dívidas externas privadas.

Enfim, descreve-se por último como forma de concluir a classificação dos tetos soberanos para as agências, os cinco fatores avaliados na visão da agência *Moody's* para elevar a classificação de uma empresa, além do teto soberano na. São eles:

- i) A probabilidade de moratória generalizada no caso de inadimplência do governo central;
- ii) O valor da dívida, levando-se em conta as garantias.
- iii) As condições de acesso a divisas através da exportação regular e em larga escala, ativos no exterior, proprietário estrangeiro ou outras fontes de apoio externo.
- iv) Integração com as redes de produção global e de suprimento;
- v) Importância para a economia nacional e para os mercados de capitais internacionais.

I.2.2 Convergência: Risco Soberano, Risco-País.

Como já se definiu na seção anterior o risco soberano e o risco-país não dizem respeito ao mesmo objeto, ambos são distintos e utilizam em suas análises metodologias diferentes. Nesta seção trata-se da forte correlação entre estes dois riscos.

O risco soberano apresenta uma perspectiva mais estável e com maior alcance temporal. Esta medida apresenta uma menor variação e não captura os desequilíbrios constantes presentes no curto prazo.

Já o risco-país é extraído de preços de ativos, que são influenciados pelas forças de oferta e demanda do mercado. Eventos conjunturais de curto prazo estão embutidos neste índice e contribuem para a percepção e avaliação do risco destes ativos. Além do fator mencionado, inúmeros outros fatores corroboram para desequilibrar os movimentos de oferta e demanda no curto prazo. Como consequência tem-se uma maior variação do risco país. Contudo, existe uma forte relação entre os riscos proveniente das médias em longos períodos de tempo. Tal observação pode ser vista na margem do EMBI + e da Classificação de Risco soberano, descrita por Canuto e Santos:

“(…) salvo por discrepâncias em períodos curtos, os estudos existentes apontam para uma relativa convergência entre índices de prêmios de riscos nos mercados e os *ratings* das agências, quando são tomadas como referência as médias de períodos longos. Variações de caráter geral, como por exemplo, um aumento generalizado da aversão a riscos, queda na confiança ou redução na liquidez disponível tendem a deslocar para cima e a tornar mais íngreme a curva (...), (...) sem, porém subverter a escala crescente de prêmios conforme os *ratings*” (Canuto e Santos, 2003, p. 18).

Observa-se da mesma forma uma relação importante entre os riscos país e soberano. Uma maior volatilidade dos prêmios de risco das economias com “grau especulativo”, em contraposição a menor volatilidade das economias em “grau de investimento”. Uma das explicações para esse movimento pode ser devido ao fato de economias que apresentam melhores *ratings* de crédito, apresentam também uma maior transparência em seus futuros movimentos. Desta forma, não se coloca em questão futuras projeções dessas economias e também as grandes volatilidades em seus prêmios de risco.

Uma questão importante que pode ser levantada nessa relação de causalidade é a direção entre as classes de risco e prêmios de risco de mercado. Os *ratings* mostrariam a trajetória volátil que o mercado deve acompanhar ou estes seguem as mudanças provenientes do mercado?

Segundo estudo dos autores Reisen e Von Maltzan (1999, apud FMI, 1999) não existe uma regra para tal movimento. Algumas vezes podem-se ver as classificações seguindo o mercado. Entre outras, o mercado pode ser tomado como seguidor das classificações. Tal premissa foi analisada pelos autores segundo um estudo empírico para 29 países no período de 1989 a 1997, que tinha como objetivo testar a causalidade entre as variações na margem soberana e variações nas classificações. Os autores concluíram que as margens soberanas precedem temporalmente as classificações e vice-versa. Em outras palavras, tanto as classificações podem ser vistas seguindo o mercado quanto o mercado pode ser tomado como seguidor das classificações.

Para Oks e Padilla (2000), a análise dos determinantes do risco-país é similar a análise dos determinantes dos fluxos de capital para países emergentes. Em ambos os casos, a mudança na percepção sobre o risco-retorno dos investimentos induz a variações no prêmio de risco e impulsiona os fluxos de capitais.

De acordo com Canuto e Santos (2003), os investidores tomam decisões de compra e venda com base nas classificações, devido a regras de auto-regulamentação ou regras governamentais. Um movimento de elevação ou queda dos *ratings* faz com que o preço dos títulos varie na mesma direção.

Concluí-se, portanto, uma grande correlação entre a mudança *rating* e a demanda de papéis no mercado.

I.3 O Processo de Classificação de Risco soberano pelas Agências de *Rating*

Nesta última seção do capítulo, o intuito é analisar o processo de classificação de risco soberano pelas agências de *rating* buscando retratar os principais fatores e variáveis considerados na avaliação do risco soberano. O processo de classificação de risco obtido pelas agências é resultante de um modelo de análises técnicas e comparativas entre os países. Este processo tem como foco apresentar um caráter quantitativo e qualitativo dos indicadores definidos e padronizados pelas análises das agências.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

1.3.1 Disposição, Capacidade e Autonomia dos Pagamentos Soberanos

Nos últimos anos, existiram crises financeiras que culminaram na moratória do pagamento da dívida, por diversos governos. Em momentos de crise se prioriza alguns credores a fim de não haver inadimplência com as instituições de crédito. A atitude tomada pelo governo em algumas ocasiões é não haver o controle do câmbio como forma de conter a saída de divisas. Embora não seja regra, tal atitude é importante para não reproduzir o ambiente hostil nos demais segmentos da economia uma vez que, em cada país existem empresas que possuem reconhecimento internacional quanto ao mercado de capitais. Um *default* dessas empresas daria à crise proporções maiores.

Numa avaliação de risco soberano, as agências procuram verificar muito mais a disposição de um governo a cumprir os seus contratos do que propriamente a sua capacidade de pagamento. Isso recorre à subjetividade da avaliação das agências de *rating*, fator que será abordado no próximo item do trabalho.

Neste ponto, cabe ressaltar, o fato de um país possuir autonomia diante das decisões econômicas e financeiras, sociais e políticas do seu país. Tal medida inclui decisões do fluxo de pagamentos destinados aos diversos credores. Isso é possível devido ao fato de não existir uma entidade supranacional capaz de exigir o pagamento de passivos ao país em débito, ou capaz de expropriar ativos financeiros do país devedor. A premissa em questão é baseada no princípio do direito internacional da imunidade dos estados soberanos. De acordo com esta premissa, propriedades físicas e financeiras dos soberanos não estão sujeitas a jurisdição de um governo estrangeiro. Tal medida faz com que as agências tentem “enxergar” a disposição de pagamento de um país e não simplesmente a sua capacidade de pagamento. Este fator tem a agravar o risco de alguns países que não estão em favoráveis condições econômicas abrindo espaço para ciclos especulativos.

1.3.2 Fatores de Atribuição do *Rating* Soberano.

Devem-se retratar aqui os fatores que corroboram para a classificação do *rating* dos países, segundo as variáveis apontadas pelas agências de *rating*. Neste sentido, não se pode afirmar que as classificações de risco das agências são medidas objetivas adotadas com um modelo específico. Tal afirmativa pode ser validada pelo relatório produzido pelo FMI,

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

(FMI, 1999), que conclui que as classificações dos soberanos não são o resultado de um modelo estatístico específico que determina quantitativamente a probabilidade de moratória.

Segundo Bone (2005), o *rating* soberano é uma variável determinada em função de fundamentos econômicos, sociais e políticos, sendo a variável política incluída após as últimas crises financeiras mundiais. Os fatores políticos são, para as agências de *rating*, aqueles que tornam a mensuração difícil, dado que são extremamente subjetivos e dependem da unidade e estabilidade dos governos nacional e subnacional, do consenso político e da consistência e capacidade de resposta política aos choques externos e internos. Sendo assim, por ser o método utilizado pelas agências apontado como “obscuro”, o mercado e os pesquisadores acadêmicos têm buscado identificar quais são os determinantes dos *ratings* soberanos.

De acordo com Dupita e Ferreira (2004), o processo de pontuação das agências envolve algum grau de subjetividade. Não apenas é necessário levar em conta os níveis correntes das variáveis utilizadas na análise da pontuação, mas também é importante o uso de cenários subjetivos que projetem estas variáveis no futuro.

Normalmente o processo de classificação de risco soberano preconizado pelas agências de *rating* é composto por várias etapas. Está compreendida com grande destaque neste processo a avaliação da conjuntura econômica. A partir dessa avaliação cada soberano passa por um modelo específico de pontuação. Diante destes resultados, o país é submetido a uma votação por um comitê específico da agência que vai definir e estabelecer a classificação adequada e as futuras perspectivas para o país.

Com relação ao processo de avaliação da conjuntura econômica realizado pelas agências, em geral, entende-se que é iniciado com a visita dos analistas ao país avaliado. Este processo se dá no país onde não existe uma filial da empresa. Nesta ocasião são realizadas diversas reuniões com membros do governo para delinear a condução das políticas adotadas no país, principalmente, a fiscal e monetária. Além do governo, os funcionários das agências também visitam membros da oposição do governo e diversos outros profissionais como pesquisadores, analistas e jornalistas no intuito de servirem de contraponto à visão oficial. A partir daí, é elaborado um relatório que vai para o comitê da agência. Neste comitê, a partir de análises e reuniões, serão decididos os *ratings* para o determinado soberano. Neste processo, o comitê é o principal veículo de decisão do *rating* soberano. Assim, se faz necessário para a composição do comitê, um elevado grau de

heterogeneidade dos analistas, a fim de não submeter um viés às decisões tomadas pelas agências. Como critério de avaliação se dá ênfase ao exercício comparativo entre países de classificação similar. Cada parâmetro é abordado e discutido pelos membros do comitê e a votação ocorre posteriormente adotando o grau de classificação para o soberano.

Por fim, com relação às agências deve-se destacar a análise requerida pela *Standard & Poor's*. A agência possui 9 subdivisões em seu modelo de pontuação. A cada categoria na agência é atribuído uma nota de 1 (melhor) a 6 (pior). Nesta avaliação, os valores das categorias são somados e ponderados para chegar a um resultado final.

Na tabela a seguir, mostra-se os indicadores analisados no caso da *Standard & Poor's* que podem ser consolidados em 9 subdivisões gerais: risco político, estrutura econômica e de renda, perspectivas de crescimento econômico, flexibilidade fiscal, encargos da dívida do governo geral, *Offshore* e passivo contingente, estabilidade monetária, liquidez internacional e encargos da dívida externa.

No segundo capítulo deste trabalho, verificar-se-á os indicadores de cada agência com maior detalhamento.

Quadro 3:

FATORES DE ATRIBUIÇÃO DE RATING SOBERANO
Risco Político
Estabilidade e legitimidade das instituições públicas Participação atva da população no processo Político Organização das sucessões governamentais Transparências nas decisões e objetivos de política econômica Segurança pública e risco geopolítico
Perspectivas de Crescimento Econômico
Magnitude da composição e formação da poupança e investimento Taxa e padrão de crescimento Econômico
Estrutura Economica e de Renda
Disparidades de renda Prosperidade, diversidade e grau de orientação a mercado da economia Eficiência no setor financeiro na intermediação de fundos Eficiência na disponibilidade de crédito Competitividade e lucratividade do setor privado não financeiro Eficiência do Setor Público Protecionismo e outras influências extramercado Flexibilidade do mercado de trabalho
Flexibilidade Fiscal
Receitas, despesas e tendências de superávit/ déficit do governo Flexibilidade e Eficiência na geração de receitas Pressões e eficácias nas despesas Defasagem, cobertura e transparência nos relatórios fiscais Despesas de pensões Encargos da Dívida do Governo Geral Dívida bruta e líquida do governo geral em relação ao PIB Parcela das receitas destinadas a pagamento de juros Perfil da dívida por moeda e prazo de vencimentos Profundidade e amplitude dos mercados locais de capitais
Offshore and Passivo Contingente
Porte e robustez das empresas estatais não financeiras Robustez do setor financeiro
Estabilidade Monetária
Comportamento dos preços em ciclos econômicos Expansão da moeda e do crédito Compatibilidade dos objetivos da política monetária e do regime de câmbio Desenvolvimento de fatores institucionais Alcance e eficiência dos instrumentos de política monetária
Liquidez Internacional
Impacto das políticas fiscal e monetária nas contas externas Estrutura no balanço de transações correntes composição dos fluxos de capitais Adequação do nível de reservas
Encargos da Dívida Externa
Dívida externa bruta e líquida, como porcentagem das receitas em conta corrente Perfil de vencimentos, composição por moedas e sensibilidade a taxas de juros Acesso a fundos de organismos oficiais Carga de Serviço da dívida

Fonte: *Standard & Poor's* (2002:3) Adaptado.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

CAPÍTULO II – TRAJETÓRIA DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO PÓS-METAS DE INFLAÇÃO.

Neste capítulo o objetivo é expor primeiramente a conjuntura econômica do Brasil do período 1999-2007. Posteriormente, avaliar-se-á a trajetória dos indicadores macroeconômicos no intuito de analisar os parâmetros que definem o risco soberano e como o Brasil se comportou frente a esses indicadores.

II. 1 – Conjuntura Econômica do Pós Metas de Inflação.

Esta seção em questão trata da conjuntura econômica do Brasil no que se refere ao período 1999-2007. Neste item dever-se-á abordar as pré-condições econômicas para a adoção do regime de metas de inflação, o seu resultado e as conseqüências para o atual panorama econômico brasileiro. Desta forma, verificar-se-á as mudanças ocorridas nos indicadores da conjuntura brasileira a partir do período em questão.

II. 1.1 – Pré-condições Econômicas do Regime de Metas de Inflação

O regime de metas de inflação instituído no segundo governo Fernando Henrique foi antecedido por diversas turbulências no cenário econômico brasileiro. Este período foi marcado por crises financeiras, fuga de capitais e volatilidade da liquidez internacional. Enquanto no controle da inflação o êxito foi considerável, na questão cambial e externa o desequilíbrio não trouxe bons resultados.

Com relação a questão externa, nota-se que o Brasil apresentou um grande aumento das importações combinado a um crescimento das exportações não tão representativo. Esta relação trouxe a piora do comportamento da balança comercial e o aumento do passivo externo brasileiro, influenciados principalmente pelos constantes déficits em conta corrente. Estes indicavam US\$ 1,7 bilhões em 1994, e tiveram um grande crescimento tendo somado \$ 17,8 bilhões em 1995. Nos anos seguintes continuou a se elevar, passando \$ 23,1 bilhões em 1996, para \$ 33,4 bilhões em 1997, já representando 4,16% do PIB (Carvalho, 2001).

Neste período de instabilidade, a política monetária não contou com a ajuda da política fiscal e teve que atuar como exclusivo instrumento. Com isso, no período compreendido entre os anos de 1995 e 1998, houve uma queda nos indicadores de endividamento e um progressivo desgaste da âncora cambial como instrumento básico de

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

política econômica. Houve um representativo êxito em um primeiro momento de combate a inflação. Contudo, com o passar dos anos, surgiram problemas referentes à deteriorização da conta corrente gerando um acelerado déficit externo no país. Para contrabalançar tal medida, era necessário financiar a entrada de capitais no país pela elevação da taxa de juros do governo. Esta medida, além de reter o crescimento do nível de atividade econômica, também pressionava as contas públicas do país e contribuía para uma elevação da relação dívida pública/PIB.

Entre os anos de 1994 e 1998 houve crises que contribuíram para a turbulência do mercado financeiro internacional. A primeira grande crise foi a do México em meados de 1994. Desde a década de 80, o México buscou a sua estabilização baseada numa trajetória de risco.

Segundo Dedeca (1997), uma evolução bastante distinta foi observada na economia mexicana. Após a quebra financeira em 1982, um acordo bancado pelos EUA permitiu o refinanciamento do débito externo, cujos compromissos eram garantidos pelas exportações de petróleo, fortemente favorecidas pela elevação dos preços do produto na primeira metade dos anos 80. Cortes no gasto público, associados ao aumento das exportações e à desvalorização cambial, permitiram que o país superasse ainda que momentaneamente, a situação da crise mais aguda. A proximidade com o mercado americano era um fator favorável à recuperação econômica, gerando efeitos positivos sobre os níveis internos de produção.

Segundo Martins (2002), a balança comercial mexicana apresentou um resultado de US\$ 18,5 bilhões negativos, elevando o déficit de conta corrente para US\$ 29,6 bilhões, apesar do modesto crescimento de 3,7% entre 1991-1994. A impossibilidade de a conta capital cobrir esse valor implicou a perda de credibilidade dos ativos mexicanos e fuga de capitais estrangeiros do país.

Portanto, a grave situação econômica, aliado a conturbação política de sucessivas revoltas no México, levou o país a uma forte desvalorização da moeda nacional. Esta, em menos de um mês perdeu grande parte do seu valor, gerando, por conseguinte, crises, movimentos especulativos e graves problemas financeiros para o país.

A segunda crise foi no ano de 1997 e iniciou-se em alguns países do continente asiático. Inicialmente esta crise começou na Tailândia e se alastrou para a Coreia do Sul, Indonésia, Filipinas e também Malásia. A crise afetou justamente estas economias que em

anos anteriores apresentaram, principalmente, um crescimento acelerado e sustentado e mostraram-se como modelo para outros países.

A crise de 1997 ficou muito conhecida pelos desdobramentos globais causados na época. Os fluxos de capital para Ásia foram invertidos de um ingresso de US\$ 93 bilhões no ano de 1996 para a saída de US\$ 12 bilhões em 1997. O montante de US\$ 105 bilhões de alteração dos fluxos foi equivalente a cerca de 11 % do PIB da região (Radelet & Sachs, 1998). A retração de fluxos foi motivada principalmente por desinvestimentos em carteira e fechamentos de créditos bancários externos (Canuto, 2000). Com isso, entende-se que a experiência asiática foi marcada por uma profunda crise e teve como característica principal o contágio global em outras economias asiáticas e emergentes.

A terceira crise foi no ano de 1998 e ocorreu na Rússia. A partir da crise Asiática teve-se uma forte queda no preço dos “commodities” no mundo inteiro. Isto significou para a Rússia cuja pauta de exportação baseava-se, em grande parte, em matéria-prima, tais como petróleo e gás, uma queda no valor das exportações apesar da quantidade exportada ter aumentado. Assim as autoridades monetárias tinham duas opções: ou adotavam uma política de câmbio flutuante ou defendiam o rublo. Esta última foi a opção escolhida pelo governo russo com base em expectativas otimistas, isto é, acreditava-se que os preços voltariam a crescer dentre três a quatro meses, portanto, no curto prazo acreditava-se que seria possível manter a taxa fixa (Pinto, Vilela e Lima, 2003). O fato é que os preços das commodities não seguiram as expectativas.

Deste modo, o colapso russo teve início devido a um choque externo, mas que foi “favorecido” por um sistema fiscal fraco e por uma política de atração do capital externo em um sistema financeiro vulnerável. O consumo privado freou por causa de repentina perda de depósitos e poupança e o investimento diminuía cada vez mais devido “a saída de capital estrangeiro. Esta situação de instabilidade trouxe conseqüências não só para a Rússia, mas para o mundo inteiro (Pinto, Vilela e Lima, 2003).

Desta forma, deve-se mencionar que estas crises ocorridas na segunda metade dos anos 90, afetaram gravemente o Brasil pelo “efeito contágio” dos países emergentes. Neste período foram três ataques especulativos contra o Real. Nos anos de 1995, 1997, 1998. Fato que proporcionou no país constante elevação da taxa de juros e o desgaste da situação fiscal. Neste conturbado contexto se deu o início ao segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC).

II. 1.2 - O Segundo Governo Fernando Henrique e o Regime de Metas de Inflação

O ataque especulativo que ocorreu contra o plano real em janeiro de 1999, obrigou o banco Central do Brasil a abandonar, definitivamente, o regime de bandas cambias. Acabou então, um período iniciado em 1995, em que o Banco Central, através de um regime de bandas cambias, controlava a taxa de câmbio nominal do país. Neste período, os elementos chaves da política de combate a inflação, conhecidos como “ancoragem cambial”, promoviam o controle da taxa de câmbio e a elevação do grau de abertura externa da economia. Com essa crise ficou claro que a política de “ancoragem cambial” possuía suas limitações em momentos de instabilidade do sistema financeiro. Portanto, não seria possível controlar a inflação por intermédio da taxa de câmbio nominal. A opção do Banco Central foi adotar o regime de metas de inflação.

Neste contexto começa o segundo governo FHC, marcado com base na defesa da manutenção da política econômica. O governo prosseguiu com o programa de privatizações das empresas estatais e com a manutenção do Plano Real. Um dos pontos mais importantes e centrais para a manutenção da estabilidade econômica duradoura pelo governo foi o controle dos gastos públicos. Com a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000, prefeitos, governadores, e o governo federal, foram impedidos de gastar mais do que a capacidade de arrecadação prevista no orçamento. De forma geral, o governo FHC com a manutenção de políticas ortodoxas, elevadas taxas de juros necessárias a manutenção da entrada de capitais no país, metas de ajustes fiscais e o controle dos gastos governamentais, teve como resultado um déficit de investimentos do Estado em setores estratégicos da economia. Com isso, os maiores problemas surgiram quando o país começou a sair da recessão e a economia cresceu. A falta de investimentos em infra-estrutura neste momento foi um gargalo para desenvolvimento do país. O exemplo que ficou em evidência foi no campo do setor elétrico. Os baixos investimentos aliados a ocorrência de longa estiagem no país, levou a um colapso das centrais hidroelétricas, levando o governo a tomar medidas emergenciais de racionamento de energia elétrica.

Logo no início do segundo mandato do governo FHC, o Brasil sofreu mais um ataque especulativo contra o Real, como já abordado anteriormente a esta seção. Embora o governo tivesse uma posição de defensiva com relação à desvalorização cambial, este enfrentou o ceticismo do mercado. Uma vez que, o primeiro estava pouco disposto a

considerar que o Brasil poderia fugir de uma desvalorização cambial. Neste cenário, o ataque especulativo foi inevitável. Apesar do governo em anos anteriores tivesse conseguido defender o regime cambial, em meados de janeiro de 1999, esta situação se tornou inevitável e o governo deixou o câmbio flutuar, resultado da desvalorização do real.

Contudo, alguns aspectos mudaram com a nomeação de Armínio Fraga para o posto de presidente do Banco Central do Brasil. Nesta ocasião, duas medidas foram adotadas de imediato: a elevação da taxa de juros básica e a adoção do regime de metas de inflação. Como forma de estabelecer o controle da economia, a partir de julho de 1999, o Banco Central do Brasil, adotou este regime que tem como finalidade conduzir a taxa de juros de forma a cumprir a meta de inflação determinada.

Este regime tem como principal objetivo garantir a estabilidade do indicador de preços – IPCA, a partir de uma margem tolerável para a inflação.

Desta forma, pode-se dizer que o regime não se preocupa em evitar maiores consequências, tais como, a queda de nível de atividade econômica e de emprego no país. Por isso, o sucesso do plano se limita em alcançar as metas estabelecidas.

Para Sicsú (2002), se o Banco Central obtém sucesso no cumprimento das metas, é capaz de influenciar as expectativas de inflação no início de cada ano e quando o Banco Central acumula reputação e sua meta perde credibilidade ao longo de um determinado ano, as expectativas de inflação do mercado tornam-se mais heterogêneas nesse ano.

O objetivo do regime de metas, portanto, é fornecer previsibilidade para o nível de preços, através de metas estabelecidas pelo Banco Central, como pode ser visto na descrição realizada por Fabio Giambiagi:

“Com a adoção do sistema de metas de inflação, o Conselho Monetário (CMN) ao definir um “alvo” para a variação do IPCA, passou a balizar as decisões de política monetária do Banco Central (BC) tomadas todos os meses pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Este toma decisões acerca da taxa Selic com base em um modelo no qual a hipótese adotada quanto à taxa de juros gera um certo resultado da inflação, nos termos desse modelo. Assim, teoricamente, se a variação dos preços resultante de incorporar às equações uma hipótese correspondente à taxa de juros Selic vigente na época se mostrasse inferior à meta, o BC estaria em condições de reduzir os juros, enquanto, se a inflação estimada fosse superior à meta, o BC deveria subir os juros. O sistema de metas trabalha com uma margem de tolerância acima ou abaixo da meta, para

acomodar possíveis impactos de variáveis exógenas, procurando evitar grandes flutuações do nível de atividade.” (Giambiagi, F., 2005, p.178).

Uma importante questão quando se propõe um sistema de metas de inflação é a definição da medida de inflação que deverá ser utilizada. De forma geral, pode ser utilizado um índice cheio de preços, que vai apresentar muita volatilidade e também dificuldade adicional às decisões de política monetária. Em contrapartida, pode ser utilizado um índice núcleo, com expurgo da variação de preços muito voláteis. Este índice pode gerar menor confiança quanto ao cumprimento da meta. O Brasil adotou como medidor da inflação o IPCA, índice de preços ao consumidor amplo, medido mensalmente pelo IBGE. O índice foi criado com o objetivo de oferecer a variação dos preços no comércio para o público final. O IPCA é considerado o índice oficial de inflação do país. O indicador reflete o custo de vida das famílias com renda mensal de 1 a 40 salários mínimos, residentes nas regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Curitiba, Porto Alegre, Salvador, Recife, Fortaleza e Belém, além do Distrito Federal e do município de Goiânia. Em resumo, o Brasil adotou um índice cheio para o controle da sua inflação.

O comportamento do sistema de metas de inflação no Brasil conseguiu caracterizar um compromisso único com a estabilidade de preços, por parte das autoridades do país. A implementação do sistema de metas foi caracterizada tanto por uma gestão autônoma do Banco Central como pela melhoria do relacionamento e da transparência entre as instituições financeiras e o público.

Em contrapartida ao desenvolvimento de outros indicadores econômicos, as periódicas atas do Banco central conseguiram o seu principal objetivo: manter as taxas de inflação relativamente baixas, embora as expectativas de inflação e os resultados muitas vezes foram aquém aos níveis desejados.

II.1.3 - O Regime de Metas Inflacionárias em Outros Países

A partir das crises do petróleo da década de 70 e a quebra do arranjo financeiro internacional de *Bretton Woods*, os bancos centrais do mundo buscaram novas formas de

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

implementação da política monetária para garantir de forma eficaz a estabilidade de preços na economia.

Ao longo da década de 1990, o regime de metas de inflação tornou-se um instrumento utilizado por diversos países como forma de institucionalizar o objetivo prioritário da busca da estabilidade de preços e dar maior transparência à condução da política monetária (Mendonça, 2004).

Por este motivo, no final do ano de 1989, o parlamento da Nova Zelândia, introduziu um regime de política monetária que permitiu aos agentes econômicos e a população em geral, um fácil entendimento dos objetivos e instrumentos utilizados. A experiência neozelandesa na criação do sistema de metas de inflação, já continha deste o princípio, as três principais características do novo regime de condução de política monetária: definição de uma meta numérica de inflação a ser perseguida; um horizonte temporal para o cumprimento da meta e o compromisso do Banco Central na avaliação e no cumprimento da meta.

Como pode ser visto na tabela de adoção das metas de Inflação pelos países logo abaixo, desde a implementação na Nova Zelândia em 1990, cerca de vinte e dois países posteriormente adotaram explicitamente o sistema de metas de inflação.

Quadro 4: Adoção das Metas de Inflação pelos Países

País	Ano de Adoção	País	Ano de Adoção
Nova Zelândia	1990	República Checa	1998
Canadá	1991	Polônia	1999
Chile	1991	Colômbia	1999
Insrael	1992	Brasil	1999
Reino Unido	1992	Suíça	2000
Suécia	1993	África do Sul	2000
Finlândia	1993	Tailândia	2000
Austrália	1993	Islândia	2001
Espanha	1995	Noruega	2001
México	1995	Hungria	2001
Córea do Sul	1998	Peru	2002
		Filipinas	2002

Fonte: Biondi e Toneto, (2005).

Nas experiências pioneiras do sistema de metas de inflação, havia uma grande tendência a favor da adoção de um núcleo como meta de inflação. Contudo, mais recentemente, com o objetivo de tornar a política monetária mais transparente, as novas experiências com o regime de metas de inflação passaram a empregar índices cheios de

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

preços ao consumidor. Mesmo que em alguns países, inicialmente, o índice em forma de núcleo tenha predominado, logo, esses países, migraram para a utilização do índice cheio. Cita-se neste contexto, a Nova Zelândia, Canadá, Austrália e República Checa. Em contrapartida, África do Sul, Coreia e Tailândia utilizam algum tipo de núcleo para a inflação. Os demais países utilizam a medida usual de índice de preços.

É verdade que alguns países implementaram o sistema de metas em um ambiente de inflação alta, no intuito de forçar a redução da inflação com metas declinantes ao longo do tempo, entre eles o Brasil, Chile, Colômbia, Israel, México, Polônia, República Checa, Coreia, Hungria e Turquia. Já em outros países observou-se a implementação de metas fixas desde a introdução do sistema. Outra diferença notada na implementação do sistema de metas foi o período adotado pelos diversos países. Alguns que possuíam um ambiente de inflação mais alta assumiram metas anuais para a inflação, escolha que proporcionava muitas vantagens para o processo de desinflação. Outras metas de médio e curto prazo e as demais metas para períodos indefinidos. Com o passar do tempo, à medida que os índices de inflação foram convergindo para níveis desejáveis, a maioria desses países optou por alongar o horizonte da meta. Assim, concomitantemente ao alongamento do horizonte da meta houve uma tendência de migração para a avaliação contínua do cumprimento da meta.

Segundo Ferreira e Petrassi (2002), inicialmente a maior parte dos países realizava a checagem do cumprimento das metas de inflação em dezembro de cada ano. Concomitantemente, ao alongamento do horizonte da meta, houve uma tendência de migração para a avaliação contínua do cumprimento das metas, isto é, uma avaliação é feita pelo Conselho Monetário Nacional para o ano calendário, é produzido um relatório de inflação trimestral com o cenário de evolução da inflação no médio/longo prazo, a ata do copom descreve os fatores condicionantes da decisão sobre a taxa de juros e no caso no não cumprimento da meta, o presidente do Banco Central deve justificar apresentando um relatório público (carta aberta), justificando as razões do não cumprimento.

Portanto, o uso de checagem contínua pode favorecer tanto a credibilidade da política monetária como a análise das agências de *rating* sobre os países. Uma vez que, como em média leva-se de 6 a 12 meses para produzir efeitos sobre a economia esta medida se adequou para a maioria dos países.

II. 1.4 - Resultados e Conseqüências do Regime de Metas de inflação

O regime metas de inflação cumpriu com o seu objetivo de trazer estabilidade econômica de preços, embora não tenha trazido estabilidade econômica para o país. Contudo, atualmente controlar a inflação é uma tarefa muito menos difícil do que em décadas anteriores.

Segundo Curado e Oreiro (2005), tem-se diversas evidências empíricas que apontam que os países que implementaram o regime de metas de inflação obtiveram sucesso no combate inflacionário e conseguiram avançar para de manter a estabilidade de preços.

Na visão de Oreiro et al (2005), o problema é a estrutura de governança da política monetária no Brasil, a qual é inadequada para o funcionamento eficiente do regime de metas inflacionárias. Isso porque na atual estrutura de governança não há uma clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas da política monetária e a autoridade responsável pela obtenção das mesmas. As metas não refletem adequadamente as “preferências sócias” no que se refere ao “grau de aversão à inflação” e o grau de aversão social ao *trade-off* entre inflação e desemprego. A fixação da taxa de juros pelo Copom é feita com base em expectativas inflacionárias de agentes que não tem poder efetivo de fixação de preços.

Nesta questão um ponto importante pode ser visto na aplicação da política monetária do Banco Central. A sensibilidade da autoridade monetária para aplicar sua política deve variar de acordo com as necessidades econômicas. O Banco central deve, então, coordenar corretamente suas ações em favor da estabilidade econômica e do crescimento..

Por isso verifica-se que embora existam alguns desajustes durante a implementação do regime de metas de inflação no Brasil, também se deve frisar o ganho de transparência na comparação com os anos anteriores ao regime. Tal fato permitiu aos agentes econômicos acompanhar e controlar de forma mais clara as ações da autoridade monetária.

II.2– A IMPORTÂNCIA DOS INDICADORES NA CLASSIFICAÇÃO DO RISCO SOBERANO.

Neste item do segundo capítulo analisar-se-á a evolução dos principais indicadores macroeconômicos brasileiros a partir da importância dada pelas agências de *rating*. Isto é, a partir dos principais indicadores que as agências consideram relevantes, destacam-se e confrontam-se os resultados apresentados pelo país no período em questão. O objetivo desta sessão é mostrar uma considerável melhora dos indicadores brasileiros similar a economias que conseguiram recentemente atingir patamares de economias de investimento.

No primeiro subitem da sessão apresentar-se-á os indicadores preconizados pelas agências e, posteriormente, abordar-se-á a perspectivas históricas dos indicadores citados.

II.2.1 – Abordagem dos Indicadores Preconizados pelas Agências de *Rating*.

O foco deste item será a abordagem dos indicadores preconizados pelas agências de *rating*. Como forma de agrupar as diversas variáveis avaliadas pelas agências, apresentar-se-á na página seguinte um quadro-resumo que contenha estas principais variáveis,

Posteriormente serão feitas considerações sobre cada agência com uma breve consideração sobre o seu critério de avaliação.

A seguir verificam-se dois quadros que fazem menção aos fatores considerados na avaliação de risco (quadro 5) e suas variáveis (quadro 6). De forma geral, os quadros a seguir mostram uma visão abrangente às variáveis que são escolhidas pelas agências de *rating*.

1

Quadro 5:

PRINCIPAIS FATORES CONSIDERADOS NA AVALIAÇÃO DE RISCO ¹ .	
CATEGORIA	FATORES AVALIADOS
Risco Político, Civil e Institucional	Estabilidade e Legitimidadedas instituições políticas, constituição e relacionamento entre as principais instituições; independência do judiciário, participação popular nos processos políticos; probidade da sucessão das lideranças; características dos partidos políticos e da base de apoio ao governo (estável ou instável, ampla ou estreita); grau de coesão dos principais partidos políticos em torno das diretrizes da política econômica; independênciado banco central; transparência nas decisões e objetivos da política econômica; histórico da reação das autoridades a situações adversas, credibilidade dos principais membros da equipe de primeiro escalão do governo; objetivos e estratégias da política externa; participação em organizações e em blocos comerciais; relacionamento com instituições de crédito (FMI, Banco Mundial, etc); risco geopolítico (possibilidade de guerra); risco de revolução ou golpe de estado; tamanho, crescimento e importância das forças armadas; segurança pública, liberdade de imprensa; legislação e instituições direcionadas a regulamentação da concorrência; pressões sociais devidas ao baixo padrão de vida da população; desenvolvimento dos serviços de saúde e saneamento; a existência de conflitos étnicos e religiosos.
Setor Real e Estrutura Econômica	Taxa e padrão do crescimento econômico; prosperidade, diversidade e grau de orinetação para a economia de mercado; existência de políticas industriais e agrícolas distorcivas; disparidade na distribuição de renda; competitividade e rentabilidade do setor privado não financeiro; eficiência do setor público; tamanho do setor público em relação ao setor privado; tamanho e importância das empresas estatais financeiras e não-financeiras e perspectivas de privatização; protecionismo e outras influências contrárias à economia de mercado; integração financeira e comercial com o exterior ; volume e composição da poupança e do investimento; diversificação da estrutura produtiva e das exportações, flexibilidade e qualificação da mão-de-obra; nível educacional da população; infra-estrutura de transportes e comunicações, disponibilidade de recursos naturais, inclusive reservas comprovadas de minérios de combustíveis fósseis.
Setor Fiscal²	Condução da política fiscal e seus objetivos de curto e longo prazos; receitas e despesas do governo geral; necessidades brutas e líquidas de financiamento do governo geral; fontes de financiamento do setor público (internas ou externas, monetária ou não monetária); flexibilidade na administração das receitas, que está relacionada com a capacidade do governo em aumentar a arrecadação quando necessário; flexibilidade na administração das despesas, que será relacionada com a rigidez dos gastos primários devido ao elevado percentual de despesas não vinculadas; eficiência dos gastos públicos; pressões estruturais sobre o crescimento dos gastos públicos, como pagamento de aposentadorias, crescimento dos gastos com seguridade social e passivos contingencias; receitas atuais com privatização; acúmulo de pagamentos atrasadao; parcela da receita comprometida com juros; composição por moeda e perfil de vencimento da dívida pública; composição da dívida pública por devedor e credor; porte e solidez das empresas não financeiras do setor público; pontualidade, abrangência e transparência dos relatórios fiscais;
Setor Monetário e Financeiro	coerência e sustentabilidade das políticas monetárias e cambias; compatibilidade do regime cambial com objetivos monetários; comportamento dos peços nos ciclos econômicos, expansão monetária e do crédito; fatres institucionais, como o grau de independência do banco central; abrangência e eficiência das ferramentas de política monetária; grau de desenvolvimento do mercado de capitais local; efetividade do setorfinanceiro na intermediação de recursos; disponibilidade de crédito; solidez do setor financeiro; solidez do setor financeiro.
Setor Externo	impacto das políticas monetárias sobre as contas externas; estrutura da conta corrente do balanço de pagamentos; nível e composição dos fluxos de capitais (curto ou longo prazo); investimentos estrangeiros em portfólio ou diretos); nível e perfil de vencimentos da dívida externa total (pública e privada); composição da dívida externa por moedas, por prazo (curto ou longo prazo) e sua sensibilidade a flutuações nas taxas de juros internacionais; nível e perfil de vencimentos da dívida externa total (pública e privada); composição da dívida externa por moeda, por prazo (curto ou longo prazo) e sua sensibilidade a flutuações nas taxas de juros internacionais; nível e composição das reservas internacionais líquidas, buscando-se excluir o montante destinado a manutenção de um regime de câncio fixo como <i>currency board</i> , depósitos dos bancos em suas matrizes no exterior, operações no mercado futuro de câmbio e outras operações que reduzam o nível efetivamente utilizável das reservas internacionais.

Quadro 6:

PRINCIPAIS VARIÁVEIS CONSIDERADOS NA AVALIAÇÃO DE RISCO ¹ .	
CATEGORIA	VARIÁVEIS CONSIDERADAS
Risco Político, Civil e Institucional	Índice de desenvolvimento humano (Banco Mundial); índice de percepção de corrupção (<i>Transparency Internacional</i>); lista das "verdadeiras democracias" (<i>Freedom House</i>); índice de direitos políticos (<i>Freedom House</i>); índice de liberdade civil (<i>Freedom House</i>).
Setor Real e Estrutura Econômica	PIB (em US\$ e baseado no PPC ²); crescimento real do PIB; PIB per capita (em US\$ e baseado no PPC); crescimento real do PIB per capita; investimento/PIB, com detalhamento para investimento privado e público; poupança doméstica/PIB, crescimento real do investimento; taxa de desemprego; Coeficiente de Gini; rescimento populacional; crscimento da produtividade;composição do PIB por setores (agricultura, serviços e indústria); consumo de petróleo/PIB; percentagem da população matriculada em escolas de nível médio ou superior; grau de abertura (importações+exportações/PIB); tarifa média de importação; barreiras não- tarifárias;estrutura do comércio exteriorpor produtos e parceiros comerciais.
Setor Fiscal³	receitas/PIB; despesas/ PIB; despesas discricionárias/despesas totais; resultado nominal e primário/ PIB; dívida bruta e líquida/ receitas; dívida líquida e bruta/ PIB; juros pagos/ PIB; juros pagos/receitas totais, passivos contingenciais estimados (esqueletos)/ PIB; dívida em moeda estrangeira ou indexada a moeda estrangeira/ dívida total; dívida externa/ dívida total; composição % da dívida por credor; sensibilidade da dívida a flutuações nas taxas de juros.
Setor Monetário e Financeiro	inflação (índice de preços ao consumidor); crédito doméstico total/ PIB; crédito doméstico ao setro privado/ PIB; crescimento real do crédito doméstico doméstico total; crescimento real do crédito doméstico ao setor privado; M2/PIB; crescimento nominal de M2; grau de dolarização (total de depósitos em moedas estrangeira no sistema bancário doméstico/ total de depósitos no sistema bancário doméstico);
Setor Externo	dívida externa bruta e líquida (total, pública e privada)/receitas em conta corrente 4; dívida externa total bruta e líquida (total, pública e privada)/ PIB; serviço da dívida (total, pública e privada)/ receitas em conta corrente; serviço da dívida (total, pública e privada)/PIB; dívida externa de curto prazo/dívida externa (total, pública e privada); necessidades brutas de financiamento externo (em US\$); reservas internacionais líquidas (em meses de importação); reservas líquidas/ dívida externa de curto prazo; reservas internacionais brutas/M2; resultado em conta corrente/PIB; crescimento nominal e real das exportações de bens e serviços; investimentoestrangeiro direto (em US\$ em % do PIB)

Fontes: Canuto e Santos (2003), Fich Rating, Standard & Poor's e Moody's
1. Fatores e variáveis abrodados neste quadro são levados em consideração por pelo menos uma agência, não necessariamente pelas três.
2. Paridade de Poder de Compra
3. As contas fiscais referem-se ao governo geral. Não inclui estatais financeiras e não financeiras.
4. Exportaç

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

Pode-se notar no quadro acima uma extensa relação de indicadores citados pelas agências. Contudo, cada agência possui uma especificidade em sua análise como poderá ser visto adiante.

Segundo Cantor & Parker (2006), os fatores utilizados pelas agências de *rating*, observa-se que em relatórios de países alguns fatores comuns que podem ser observados em termos quantitativos econômicos, e também fatores econômicos, políticos e sociais. No entanto, há diversas vezes dificuldades de encontrar a base da argumentação das agências, por haver uma grande parcela de *feeling* em suas análises.

As agências de *rating* declaram que existe uma fórmula para se chegar a um *rating* de um país, mas muitos fatores que devem ser analisados freqüentemente, como descritos a seguir:

“There is no exact formula for combining the scores to determinate ratings. The analytical variables are interrelated and the weights are not fixed, either across sovereigns or over time. Most categories incorporate both economic risk and political risk. Economic risk addresses the government’s ability to replay its obligations on time and is a fuction of both quantitative and qualitative factors. Political risk addresses the sovereign’s willingness to replay debt.” (Standard and Poor’s, 2002).

A *Moody’s* também não declara explicitamente os fatores qualitativos utilizados na análise do risco soberano, apesar de ressaltar suas respectivas importâncias. No entanto, a agência analisa diversos fatores quantitativos distribuídos em quatro categorias: estrutura e performance econômica, finanças Governamentais, pagamentos e Dívida Externas, e indicadores de Vulnerabilidade Externa e Monetária (*Moody’s*, 2005).

A *Fitch Rating* aponta quatorze fatores em sua análise. Dentre eles, demografia e estrutura educacional; mercado de trabalho; estrutura produtiva; dinamismo do setor privado; equilíbrio entre demanda e oferta; balanço de pagamentos; ativos externos; obrigações externas; crescimento econômico de médio prazo; política macroeconômica; investimento estrangeiro; setor bancário; políticas públicas; geopolítica internacional (Ficht, 1998).

Já na análise da *Standard & Poor’s*, apresenta-se nove fatores para serem considerados na análise de risco soberano, dentre eles, risco político; estrutura econômica e renda; perspectivas de crescimento econômico; flexibilidade fiscal; dívida pública do governo geral (União, Estado e Municípios); despesas públicas não-orçamentárias;

estabilidade monetária; liquidez externa e tamanho da dívida externa pública e privada. (*Standard & Poor's*, 2002.)

Quando a agência avalia risco político, tem como perspectiva verificar a estabilidade e a legitimidade das instituições políticas do país, a participação popular nos processos políticos, a transparência nas decisões e objetivos de política econômica, a segurança pública, a integridade da sucessão das lideranças e o risco político.

A avaliação de renda e estrutura econômica, por sua vez, refere-se à prosperidade e o grau pelo qual uma economia é orientada para o mercado, as disparidades na distribuição da renda, a efetividade do setor financeiro na disponibilidade de crédito, a competitividade e rentabilidade do setor privado não financeiro, a eficiência do setor público, protecionismo e flexibilidade da mão-de-obra. Já na avaliação das perspectivas de crescimento econômico se verifica o volume e composição da poupança e investimento do país, associado à taxa e padrão do crescimento econômico (Carneiro, 2005).

Na flexibilidade fiscal trata-se da avaliação da receita e despesa do governo geral e tendências de déficit ou superávit, da flexibilidade de aumento da receita e sua eficácia, a eficiência das pressões sobre os gastos, pontualidade, abrangência e transparência dos relatórios e obrigações relativas à aposentadoria.

A carga da dívida do governo geral, por sua vez, constitui-se na análise do endividamento bruto e líquido de ativos do governo geral como porcentagem do PIB, da parcela da receita comprometida com juros, da composição de cestas de moedas e perfil de vencimento e da profundidade e amplitude do mercado de capitais local.

Já com relação aos passivos contingentes e no exterior ("*Off-Shore*"): trata-se do porte e solidez das empresas não financeiras do setor público e robustez do setor financeiro.

A estabilidade monetária refere-se ao comportamento dos preços nos ciclos econômicos, expansão monetária e do crédito, compatibilidade do regime cambial com os objetivos monetários, fatores institucionais, como a independência do Banco Central e a abrangência e eficiência das ferramentas de política monetária. A Liquidez Externa diz respeito ao impacto das políticas monetária e fiscal sobre as contas externas, estrutura das contas correntes, composição dos fluxos de capitais e adequação das reservas. Na avaliação do Endividamento Externo do Setor público trata-se do endividamento externo bruto e líquido do setor público como porcentagem das receitas correntes, perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade a flutuações na taxa de juros, acesso a

financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento e carga do serviço da dívida (Carneiro, 2005).

Por fim, a *S&P* avalia a carga de Endividamento Externo do Setor Privado como o endividamento externo bruto e líquido do setor privado e não financeiro como porcentagem das receitas correntes, perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade a flutuações na taxa de juros, acesso a financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento e carga do serviço da dívida (Standard & Poor's, 2002).

II.2.2 - Perspectiva Histórica dos Indicadores: uma abordagem da vulnerabilidade externa Brasileira.

Este item em questão busca analisar alguns dos indicadores externos relevantes da economia brasileira.

Neste sentido, o item visa confrontar, tratando em perspectiva histórica, os indicadores mais importantes de vulnerabilidade externa para as agências de *rating*. Buscar-se-á, desde modo, mostrar a evolução qualitativa dos indicadores brasileiros.

Destaca-se o item em questão por entender-se que o grau de vulnerabilidade externa de uma economia reflete a capacidade que ela tem de resistência a choques de financiamento externo, dentro de um sistema financeiro instável.

Segundo Gonçalves (1998), a vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais frente a choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes. A primeira envolve as opções de resposta com instrumentos de política disponíveis e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste frente aos eventos externos.

Segundo Paineira e Carcanholo (2004), a vulnerabilidade externa está correlacionada às opções de resposta a disposição das autoridades de política econômica e dos respectivos custos de ajuste.

Desta forma, o item em questão irá tratar dos fundamentos relativos à capacidade de pagamento referente à economia, isto é, a honra dos compromissos assumidos junto aos credores e investidores. Essas condições de solvência são dadas por indicadores de vulnerabilidade externa. Os principais indicadores de vulnerabilidade externa são:

(a) juros líquidos / exportações

(b) dívida externa líquida / PIB

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

- (c) estoque de reservas internacionais / dívida externa total**
- (d) dívida externa líquida / exportações**
- (e) serviço da dívida externa / estoque de reservas internacionais**
- (f) juros líquidos / estoque de reservas internacionais**
- (g) saldo em transações correntes / PIB**
- (h) serviço da dívida externa / exportações**
- (i) serviço da dívida externa / PIB**

É importante mencionar que do ponto de vista do tempo de resposta na relação fluxo de capital externo, dividem-se os indicadores acima em dois grupos. Os indicadores do primeiro grupo podem ser considerados de mais curto prazo e, por isso, tornam-se mais voláteis. São eles: estoque de reservas internacionais / dívida externa total, serviço da dívida externa / estoque de reservas internacionais e juros líquidos / estoque de reservas internacionais.

Por outro lado, têm-se os indicadores que podem ser considerados mais estruturais e que não refletem tanto a conjuntura volátil manifestada no resultado do balanço de pagamentos, com maior ou menor entrada de recursos externos. São eles: juros líquidos / exportações, serviço da dívida externa / exportações, dívida externa líquida / PIB, dívida externa líquida / exportações, saldo em transações correntes / PIB e serviço da dívida externa / PIB. Esse movimento conjuntural é captado pelo primeiro grupo de indicadores, pois é nele que se encontra o estoque de reservas internacionais, resultado do balanço de pagamentos (Painceira e Carcanholo, 2004).

Já no que se refere à capacidade de pagamento da dívida propriamente dado pelo estoque e serviço, os indicadores (a), (b), (c), (d), (e), (f) e (h) são os mais propícios. Estes apontam o quanto à capacidade de gerar receitas (exportações, PIB e reservas internacionais) está comprometida com a capacidade de pagamento das obrigações (juros líquidos, dívida externa e amortizações).

Quanto à especificidade de cada indicador, dois comentários são necessários. Em primeiro lugar, o indicador (g), saldo em transações correntes como proporção do PIB, costuma ser tratado como a necessidade de financiamento externo da economia em questão, no caso do saldo ser negativo. Entretanto, além do déficit em transações correntes, a necessidade de financiamento externo inclui as amortizações da dívida externa, normalmente contabilizadas na conta de capital do balanço de pagamentos. Já os indicadores (d), (e), (f) e (i) tratam conjuntamente variáveis que refletem um fluxo e

variáveis que expressam um estoque. O sentido desses indicadores pode ser ilustrado pelo significado do indicador (d), a dívida externa líquida sobre exportações. Esse indicador mostra quantos anos seriam necessários para pagar a dívida externa líquida (a total deduzida das reservas internacionais) com o fluxo de exportações daquele período, supondo que esse fluxo se mantenha ao longo desses anos e, neste caso específico, abstraindo o efeito de saída de recursos com o fluxo de importações.

Segundo Oreiro (2004), uma mudança nas expectativas dos investidores internacionais quanto à capacidade dos tomadores domésticos de honrar os seus compromissos contratuais, pode originar uma súbita reversão do fluxo de capitais de curto prazo. Como conseqüência, irá resultar numa desvalorização/depreciação da taxa nominal de câmbio, aumento da taxa de inflação e retração do nível de atividade econômica.

Com isso, o fluxo de capitais externos que parecia depender única e exclusivamente da formulação autônoma de expectativas frente às variáveis-chave: taxa de câmbio e taxa de juros, passa a possuir uma determinação menos autônoma na observação dos indicadores de vulnerabilidade. Ainda assim, existe uma especificidade nos indicadores no que diz respeito a essa causalidade. Os indicadores que contêm a variável, *reservas internacionais*, principalmente os indicadores (c), (e) e (f) – são muito mais um resultado da movimentação do capital do que sua explicação. Uma vez que o fluxo de capital influi no resultado do balanço de pagamentos e, portanto, no estoque de reservas internacionais. Mesmo assim, como se trata de indicadores que refletem a volatilidade no curto prazo, a sua observação por investidores que ainda não reformularam suas decisões indica qual é o movimento tomado pelos primeiros investidores a fazê-lo e, portanto, acabam servindo, em segunda instância, como indicadores que determinam a movimentação de capital. Este processo é tratado na literatura convencional como comportamento de manada e/ou efeitos de contágio.

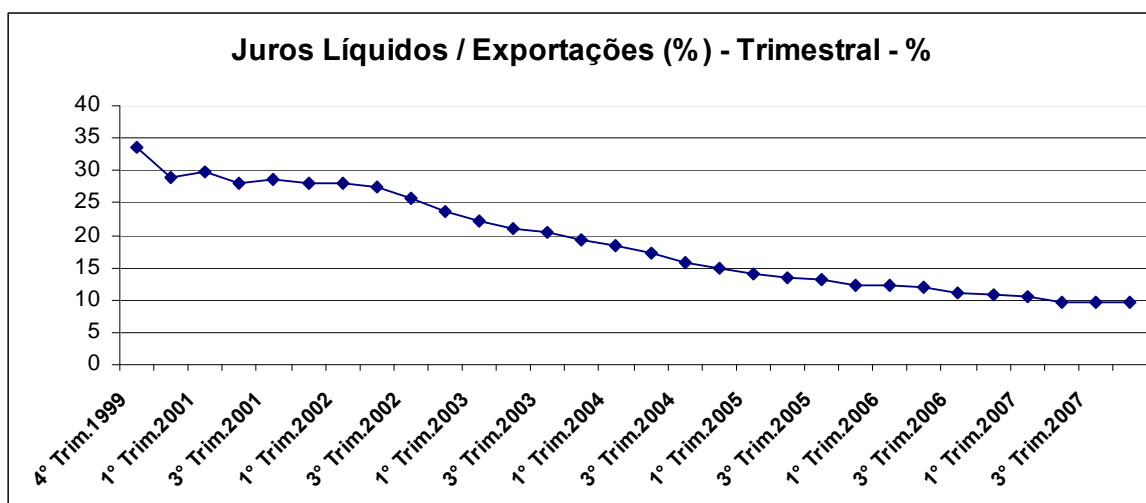
Segundo Oreiro (2004), o contágio ocorre quando os investidores internacionais optam por não coletar informações custosas a respeito dos “fundamentos macroeconômicos” de um determinado país, sendo assim influenciados por “rumores” (fundamentados ou não) a respeito da situação do mesmo. Esta opção pode ser uma decisão racional por parte dos investidores internacionais num contexto em que existe um custo fixo para a obtenção da informação relevante sobre a situação do país, existem restrições de ordem institucional ou legal a venda de ativos a descoberto (*short selling*) e

existe um número suficientemente grande de países emergentes tidos como “parecidos” por parte dos investidores internacionais.

Ainda segundo Oreiro (2004), uma mudança nas expectativas dos investidores internacionais quanto à capacidade dos tomadores domésticos de honrar os seus compromissos contratuais, pode originar uma súbita reversão do fluxo de capitais de curto prazo. Como consequência, irá resultar numa desvalorização/depreciação da taxa nominal de câmbio, aumento da taxa de inflação e retração do nível de atividade econômica.

A seguir apresentar-se-á uma breve análise dos gráficos referente aos indicadores citados anteriormente. Primeiramente, abordar-se-á no **gráfico 1** o percentual evolutivo dos juros líquidos / exportações, que demonstram uma melhora do indicador a cada ano. Um dos motivos foi o aumento das exportações brasileiras no período mencionado.

Gráfico: 1

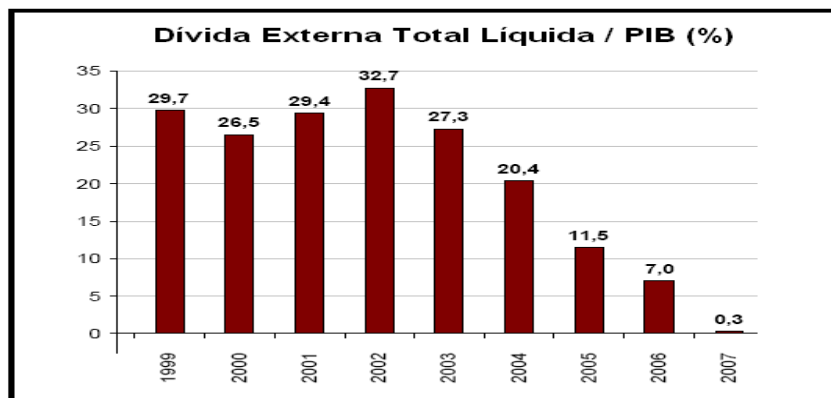


Fonte: Banco Central do Brasil

No **gráfico 2**, abaixo, se verifica a dívida externa líquida como proporção do PIB, ao longo de todo o período 1999-2007, demonstrado pela redução do endividamento externo do país, em consequência da melhora dos indicadores nacionais. A melhora constante ocorrida, principalmente a partir de 2002, continua redução até 2007, quando o saldo fica muito pequeno. Já o indicador dívida externa líquida como proporção das exportações, apresentado pelo **gráfico 3**, mostra que a redução do indicador é trazida tanto pela redução do numerador dívida externa total líquida como pelo avanço das exportações

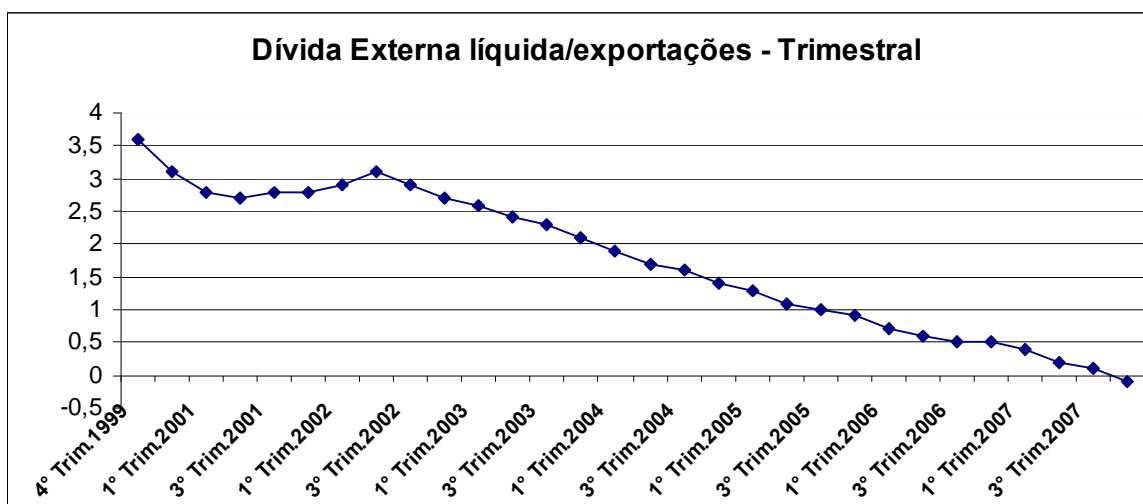
neste período. Analisando-se o período 1999-2007 o saldo final torna-se praticamente insignificante.

Gráfico: 2



Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico: 3



Fonte: Banco Central do Brasil

O gráfico 4, abaixo, representam as reservas internacionais como proporção da dívida externa total. Por incluírem a variável, *reservas*, estes indicadores refletem a reversão dos fluxos de capitais nos momentos de crises de balanço de pagamentos na economia e da própria crise brasileira no início de 1999 e 2002. Estes estão representados

pdfMachine

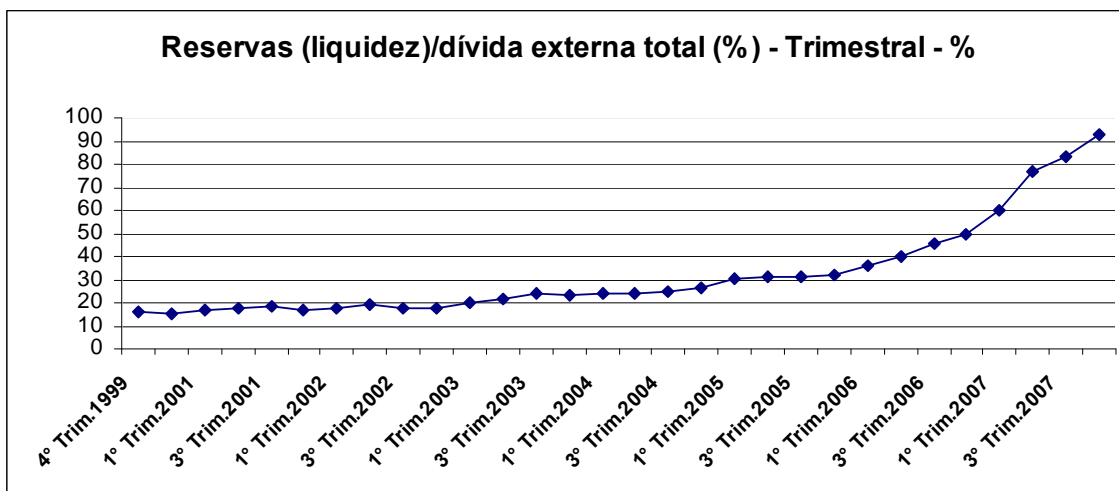
A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

por refluxos de capitais e, portanto, pelo impacto disto sobre as reservas internacionais do país. Como nota-se, no gráfico, a partir de 2003 tem-se uma contínua elevação do indicador.

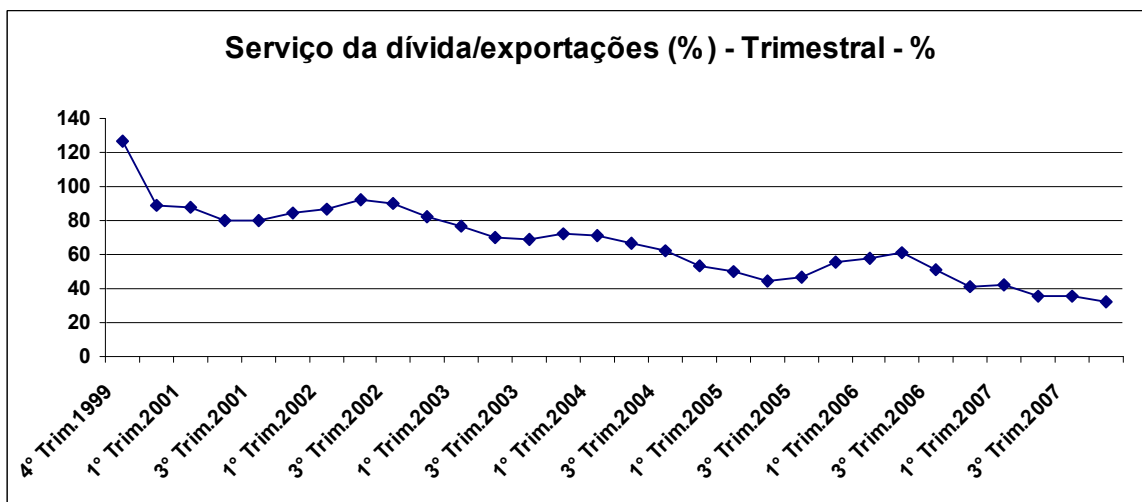
Gráfico 4:



Fonte: Banco Central do Brasil

Por sua vez, o **gráfico 5**, abaixo mostra a proporção do serviço da dívida externa em relação às exportações. Percebe-se a melhora do indicador no início deste século, mais uma vez puxado pela expansão das exportações brasileiras no período em questão.

Gráfico 5:



pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

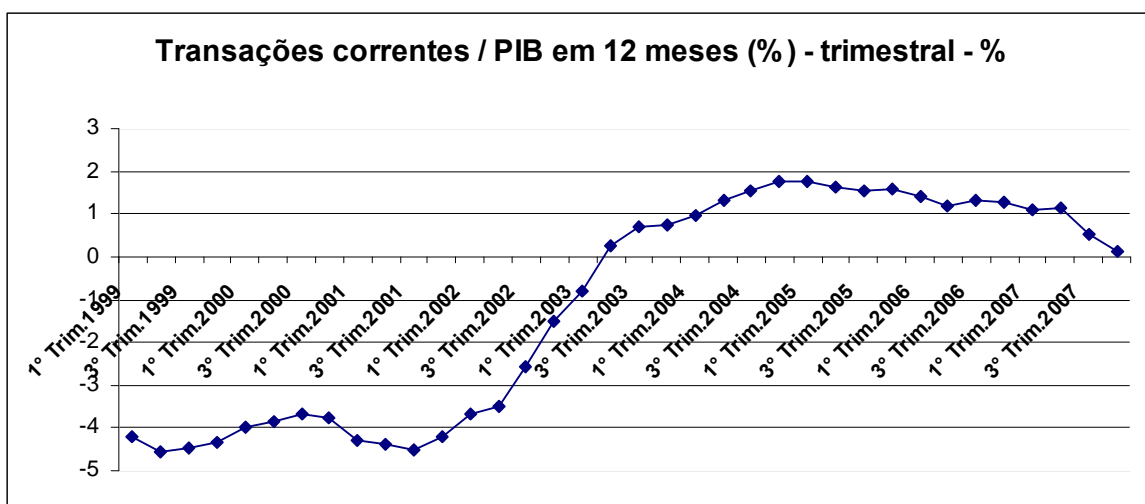
Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

Fonte: Banco Central do Brasil

No **gráfico 6**, tem-se no indicador de déficit em transações correntes como proporção do PIB. Este indicador dá uma idéia da necessidade de financiamento externo do país. Percebe-se a melhora estrutural desse indicador ao longo do período, principalmente a partir de 2002, quando teve-se no ano seguinte saldos positivos mais uma vez ilustrados pela abertura comercial do Brasil no período.

Gráfico 6:



. Fonte: Banco Central do Brasil.

Por fim, conclui-se analisando os indicadores citados da economia brasileira que houve uma redução da vulnerabilidade externa brasileira durante o período 1999-2007, resultado principalmente das exportações que cresceram consideravelmente, do aumento das reservas internacionais e principalmente oriundo de uma conjuntura internacional que favoreceu o bom resultado de alguns indicadores nacionais.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

CAPÍTULO III – PERSPETIVAS COM *INVESTMENT GRADE*. UMA ANÁLISE DA ATUAL CONJUNTURA ECONÔMICA BRASILEIRA.

Este capítulo tem como foco analisar a atual conjuntura econômica brasileira e as transformações que o país obteve nos últimos anos, a fim de, verificar suas reais perspectivas para o atingimento do nível de grau de investimento no período mencionado neste trabalho. Neste sentido, tem-se como iniciativa, abordar o conjunto de mudanças da economia brasileira que tiveram influência para este atual panorama e, como parte da análise, verificar a visão do mercado para esta questão. Tal premissa se faz necessária, uma vez que, como tratado no primeiro capítulo, este agente tem um importante papel para as agências de *rating*.

Deste modo, neste capítulo abordar-se-á as mudanças e conseqüências tanto produtivas como não produtivas, para o país e para a economia.

III.1 – Trajetória Brasileira, uma melhora global dos Fundamentos econômicos

Nesta seção tratam-se alguns aspectos importantes que fizeram o país mudar o seu perfil e conquistar credibilidade junto aos agentes nacionais e internacionais. Neste sentido, priorizou-se dentre muitos fatores, os de destaque para a economia brasileira: o crédito, a queda da taxa de juros do país, a taxa de crescimento da economia e redução gradual do endividamento do país (dívida pública/PIB).

III.1.1 – Benefícios da Expansão do Crédito Brasileiro

Nesta seção o intuito é mostrar a evolução do sistema de crédito brasileiro e, por conseguinte, apresentar um novo cenário que vem se consolidando nos últimos anos. Assim, destacam-se as mudanças e as transformações ocorridas no cenário do crédito do país que fizeram o Brasil mudar paulatinamente o seu perfil.

A partir de 1990, entende-se de forma geral a estrutura do crédito no Brasil a partir de três fases distintas. A primeira fase, compreendida do início dos anos 90 até meados de 1994 teve, a partir do controle inflacionário, oriundo dos planos de estabilização econômica, características como movimentos de expansão e contração do crédito. A volatilidade no mercado de crédito brasileiro marcou nitidamente os primeiros anos da

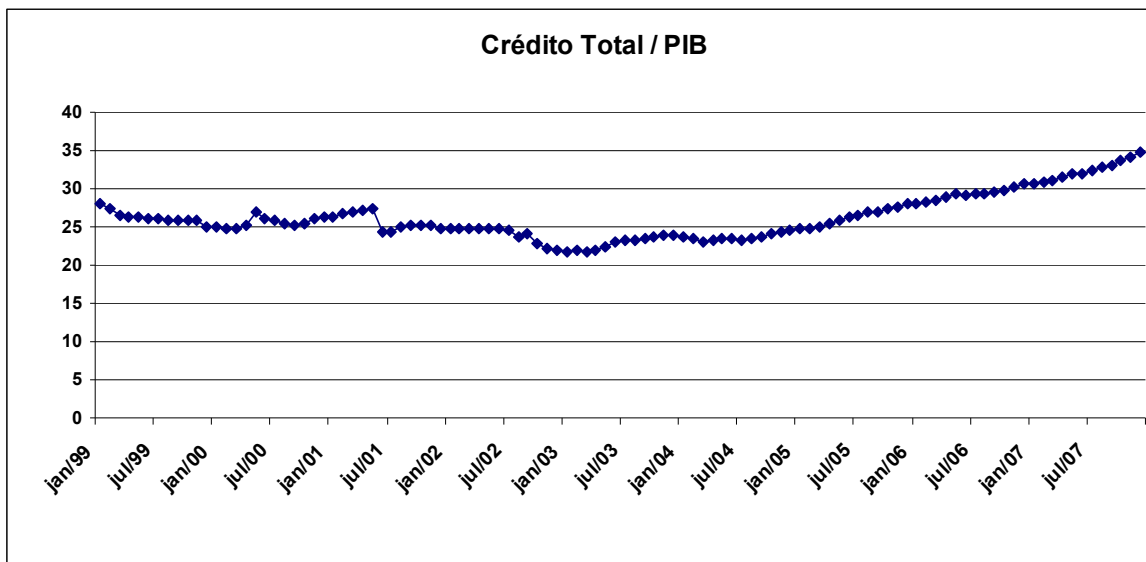
década de 90. A segunda fase pode ser compreendida de 1994 até 2002. O crescimento do crédito, nesta fase, foi interrompido por constantes choques internacionais. Tais como a crise da Ásia de 1997, a crise da Rússia em 1998 e também em âmbito nacional, a desvalorização cambial brasileira de 1999. Como isso, a expansão do crédito não apresentou resultados expressivos. Particularmente, o pior resultado da expansão de crédito no país foi compreendido entre os anos de 1995 e 1997. Já nos anos que se seguiram tiveram-se flutuações na evolução do crédito, sem um importante viés representativo, até o ano de 2000, quando se deu o início de uma recuperação do crédito brasileiro, durando até o ano de 2002. Neste ano, os problemas foram causados pela incerteza da estabilização econômica no país, resultado oriundo do processo eleitoral brasileiro. A terceira fase de evolução do crédito brasileiro se inicia a partir de 2003, dando início ao maior ciclo expansionista dos últimos 10 anos no país (Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2005).

O crédito ainda não apresenta uma fatia representativa do PIB quando se compara a outros países desenvolvidos ou mesmo em desenvolvimento. Segundo Canalini (2007), a busca por financiamento e de recursos em organizações de fomento tem sido constante no Brasil, não só pelo alto custo de financiamento das empresas como também pela baixa relação histórica entre crédito e produto interno bruto.

Segundo dados do Banco Central, em 2002 enquanto o Brasil apresentava uma Proporção de crédito/PIB em torno de 30 %, o Chile estava com 72%, Alemanha com 120% e os EUA com 146 %. (Banco Central do Brasil, 2006)

Embora o indicador seja muito baixo comparado a outras economias, este indicador demonstra um contínuo crescimento nesta década como pode ser verificado no gráfico a seguir:

Gráfico 7:



Fonte: Banco Central do Brasil.

Entende-se que o crédito no Brasil, historicamente nunca esteve em patamares muito altos. Neste contexto, destaca-se como resultado deste crescimento contínuo a incorporação de novas e diferentes modalidades de crédito às carteiras dos bancos. Também se deve destacar o crédito para as pequenas e médias empresas.

Cabe frisar que, naturalmente, a expansão no crédito decorreu tanto pela melhora dos fundamentos macroeconômicos brasileiros como pelo bom momento da economia mundial.

Em linha com a redução da taxa Selic, as taxas de juros do crédito para o setor privado também se reduziram. Este ciclo permitiu que mais pessoas pudessem ter acesso ao crédito no país. Verifica-se, contudo, que esse movimento poderia ter sido mais forte.

Quando se fala do aumento do crédito no país um indicador importante é razão crédito/PIB. Este indicador mostra que o país se direciona para os melhores patamares dos últimos dez anos, como visto no gráfico anterior. Nota-se com o resultado uma maior alavancagem das empresas brasileiras com relação ao seu capital total, uma vez que, enquanto no passado este instrumento era feito na maioria das vezes via crédito bancário, tem-se na atualidade, uma maior expressão do crédito oriundo do mercado de capitais. Tal

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

fato pode ser comprovado pelo aumento da emissão de títulos privados, tais como ações, debêntures, e notas promissórias, assim como o número de companhias abertas ou listadas em bolsa, índice que vem sendo muito expressivo nos dias de hoje.

Concluindo, no período de 1999 a 2007, teve-se um crescimento das operações de crédito no Brasil, fato que possibilitou aos tomadores de recursos um horizonte maior em suas operações, embora claramente em um nível distante do ideal.

III.1.2 – Conjuntura Internacional e a melhora no perfil da Dívida Brasileira

Quando se fala da dívida do país, sabe-se que um dos principais determinantes para os investidores internacionais é o risco de que o título não seja pago pelo seu emissor na data de seu vencimento, Na verdade o risco ocorre quando a dívida é contraída em dólar e em momentos de crise a volatilidade do câmbio faz com que esta dívida cresça consideravelmente. O Brasil ao longo da sua história sempre foi considerado um local de alto risco para os investidores, por ser uma economia emergente, por ter passado nas últimas três décadas um período muito longo de instabilidade com altas taxas de inflação e por ter declarado uma moratória na década de 80.

Nesta década, verifica-se, contudo, uma expressiva mudança desta trajetória. O atual momento reflete a melhora de muitos indicadores econômicos. Nota-se a expressiva mudança no saldo das reservas internacionais brasileiras, propiciados por um período de aumento das exportações e valorização da moeda brasileira. Tal fato permitiu a autoridade monetária aumentar suas reservas a um câmbio consideravelmente baixo.

A trajetória da dívida externa pública brasileira foi marcada pela redução em magnitude menor do que o aumento das reservas do país. Através de uma política de redução do passivo externo, promovida pelo governo, pode-se liquidar em (2005) a dívida com o FMI, além de comprar de volta os títulos da dívida emitidos pelo governo em anos anteriores.

Outra mudança considerável e não menos importante é referente ao alongamento da dívida brasileira. Este se deu através do aumento da emissão de títulos de longo prazo pelo governo federal. Isso ocorreu principalmente porque houve uma considerável melhora nos

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

indicadores brasileiros. Isto trouxe ao país uma quantidade maior de investidores a fim de relações financeiras mais longas. Cabe lembrar que com a melhoria do *status* no mercado financeiro internacional, o Brasil pode se tornar mais atraente a investidores estrangeiros. Hoje se têm ativos externos maiores do que a dívida brasileira. Isto reflete ao país um *status* de credor externo.

No entanto, é necessário lembrar que ainda existe muito espaço para melhorar. Isso porque uma das principais formas de entrada de recursos no país se dá pela conta financeira, que inclui investimentos diretos e empréstimos. Essas entradas de capital, contudo, um dia retornarão ao país de origem na forma de juros e lucros. Ciente de que essas remessas são maiores em períodos de recessão da economia global, o Brasil pode ficar numa situação menos favorável com crises globais, como a atual crise dos EUA. Embora, o que se tem visto mais uma vez como resultado da credibilidade de nosso país, hoje, é um crescimento considerável dos investimentos diretos no Brasil. Isto por muitos é interpretado como um “símbolo de confiança” na economia nacional. Ou seja, por mais que um país repatriar seu capital, ele vê o Brasil como uma economia forte e preparada para receber mais investimentos.

III.2 – Brasil, uma Economia de Investimento

Nesta seção final, tem-se como intuito traçar um horizonte para economia brasileira após a conquista do grau de investimento. O intuito é verificar as possíveis mudanças para o país e conseqüências para a economia brasileira com este processo. Contudo, frisa-se que as premissas seguintes não são válidas em momentos de crises.

O grau de investimento trará diversos benefícios para o País e para as empresas em geral. Recursos que antes tinham restrições a investimentos em países com *rating* especulativo (fundos de pensão, seguradoras, entre outros) agora poderão migrar para a economia doméstica. A alocação destes capitais se faz, normalmente, em ativos de longo prazo, voltados para o setor produtivo da economia.

O Brasil tem largo espaço para crescer, tendo campos de negócios diversificados e, na maior parte, não saturados, como ocorre com outros países com grau de investimento. Os custos de captação externa para o Brasil serão reduzidos, bem como a nova classificação permitirá um alongamento do perfil da dívida externa do país. Da mesma

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

forma, os custos de captação externa para as companhias diminuirão e, especificamente, mais ainda para aquelas que também tiverem seus *ratings* elevados.

Voltando aos impactos para a economia brasileira, o *spread* de juros doméstico tenderá a se estreitar, à medida que os recursos ingressarem no país, possibilitando uma elevação da participação do crédito em relação ao PIB e os alongamentos dos financiamentos. O real, que já tendia a se valorizar perante outras moedas pelo diferencial de juros, passa a ter mais um componente de pressão de baixa com a entrada de capitais, sendo um aspecto favorável em relação à inflação doméstica.

Os países que são *investment grade*, têm um potencial muitas vezes maior a recursos externos do que países *non-investment grade*: são candidatos a maior parcela em recursos de investimentos estrangeiros. Isso porque com esta classificação conseguir-se-ia chamar a atenção de investidores promissores, que são os fundos de pensão norte-americanos e europeus. Estes, por questões regulatórias de seus países, não podem aplicar seus recursos em títulos de alto risco, fora do patamar considerado de *investment grade* (como é nosso caso, atualmente). Estima-se que neste mercado circulem aproximadamente US\$ 10 trilhões, e a demanda por títulos considerados de menor risco de default é 15 vezes maior que a dos não considerados grau de investimento (*non-Investment Grade*).

III.2.1 Conseqüência para os Setores da Economia

Com o *investment grade*, o custo de obtenção de capital pelas companhias brasileiras será reduzido, beneficiando os setores com uso intensivo de capital, como os bancos e construção civil. Há ainda o impacto esperado da valorização cambial resultado do forte volume de recursos estrangeiros a ingressar no país. Este fato tende a impactar positivamente as empresas que se beneficiam do câmbio valorizado. Ou seja, as que possuem maior nível de endividamento tendem a ser as mais beneficiadas com o *upgrade*.

De qualquer forma, acredita-se ser natural que esses investimentos atinjam, inicialmente, as grandes companhias brasileiras. Também se pode imaginar os setores perdedores, ou seja, aqueles não tão beneficiados com o grau de investimento. Neste contexto estão principalmente aqueles prejudicados com a valorização do real, como Bens de capital e os setores de Papel e Celulose. Já os setores da economia mais maduros, como é telefonia fixa ficariam também entre os menos favorecidos.

A seguir, além dos aspectos relacionados às empresas isoladamente, destaca-se os *drivers* de desempenho de alguns setores, mais diretamente afetados pelas alterações conjunturais geradas pelo *Investment Grade*:

Em primeiro lugar, tem-se o setor financeiro, representado de forma geral pelos bancos. O setor financeiro tende a ser beneficiado principalmente por três fatores:

- (i) Aceleração do crescimento de empréstimos;
- (ii) acesso a *funding (captação)* mais barato e de longo prazo; e
- (iii) *Cost of equity* menor. Isto é, Os bancos estão entre os mais positivamente afetados com a obtenção do grau de investimento, beneficiando-se diretamente da possibilidade de captação de recursos externos a custos mais baratos e da intermediação de capitais externos de investidores institucionais atraídos para investimentos diretos e em investimentos em portfólio.

O momento também é oportuno devido às crescentes dúvidas quanto aos resultados dos bancos neste ano, dada a elevação das despesas tributárias, uma possível diminuição do spread geral e questionamentos quanto à capacidade de expansão mais acelerada das operações de crédito. Apesar da considerável apreciação das ações dos bancos desde 2002 e da possibilidade de estas já espelharem uma antecipação do grau de investimento, acredita-se que ainda há espaço para ganhos do setor. No ano passado, a taxa de crescimento do crédito teve um bom crescimento fortemente puxado nos segmento de empréstimos consignados, financiamento de veículos e contratos de leasing. A relação Crédito/ PIB em 2007 atingiu 34% comparada a 24% no final de 2002 (Banco Central do Brasil, 2007). Espera-se que o *status* de grau de investimento proporcione aos bancos *funding* para ampliação principalmente de empréstimos no segmento de crédito imobiliário, que hoje ainda uma pequena parcela do PIB apenas. Devido a uma possível apreciação do real e um prêmio país menor, abre-se espaço para que o Banco Central possa fazer cortes mais acentuados quando retornar a trajetória de redução da taxa de juros, contribuindo com que a ampliação do crédito seja feita de forma sólida e que seja possível a ampliação prudente dos prazos de empréstimos. Caso este cenário se realize se tornará mais evidente a necessidade de aumento da renda real, para que o crédito não fomente o consumo interno gerando pressões inflacionárias, e da necessidade de evolução do mercado de securitização de crédito, determinantes para a mitigação de risco.

Destaca-se posteriormente o setor de consumo como um setor que deve apresentar resultados satisfatórios. O consumo tende a ser beneficiado pela perspectiva de não-arrefecimento na oferta de crédito. No longo prazo, a diminuição dos juros e a possibilidade de alongamento das parcelas de compra tende a ser um fator impulsionador para o varejo. Já com relação ao setor de infra-estrutura, acredita-se na entrada de capital produtivo e, possivelmente, na aceleração da regulamentação para o setor. Acredita-se que empresas com foco em "Energia limpa" e "Créditos de Carbono" podem estar entre as mais beneficiadas. No setor petrolífero, como se mencionou anteriormente, a elevação do Brasil ao grau de investimento impactará positivamente o mercado corporativo no país, notadamente os setores considerados de capital intensivo. As empresas nacionais de petróleo possuem um expressivo programa de investimentos para os próximos anos e por isso serão beneficiadas com a redução do custo de captação, bem como pelo acesso a novas fontes de financiamento. Contudo, acredita-se que o setor de bens de capital possa não ser ganhador com essa mudança no *rating* brasileiro. Isso porque se por um lado o setor de bens de capital, produtor de máquinas e equipamentos para a indústria e ainda de produtos ligados ao consumo, ao transporte, à agricultura e à infra-estrutura, tende a se beneficiar com esta "injeção de dinheiro", tem-se como contraponto, o fato da maioria das empresas do setor serem exportadoras e, com isso, estariam propícias a sofrer, ainda mais, com o impacto da desvalorização do dólar frente ao real, em virtude da possibilidade das cotações dessas moedas se aproximarem cada vez mais. Boa parte das empresas do setor não apresenta um nível de endividamento alto, logo a tendência declinante das taxas de juros futuras aliada ao barateamento do custo de captação, não deverá trazer ganhos expressivos para o setor.

III.3 A credibilidade das Agências e a Crise dos EUA.

Por fim, neste último item deve-se abordar a credibilidade das agências de *rating* diante da crise das hipotecas americanas.

A gravidade do problema se originou no fato de que as agências nunca demonstraram a fragilidade da economia americana que hoje, com sua depressão, atingiu todo o mundo capitalista.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

Segundo Freitas e Cintra (2008), após a crise das ações das empresas de tecnologia (2000-2002), os bancos buscaram outros ativos para negociar. O *boom* nos preços dos imóveis tornou-se a alternativa para a geração de novas hipotecas, ampliação do crédito ao consumidor e refinanciamento de antigas hipotecas. Essas operações de refinanciamento permitiram as famílias converterem a valorização patrimonial de suas residências em poder de compra por meio do crédito. Assim, as famílias aumentaram seus níveis de endividamento, financiaram a expansão dos investimentos imobiliários, puxando a economia americana para a recessão.

A crítica às agências de *rating* tem com base o equívoco na classificação dos títulos *subprime*. Na verdade, quando a crise financeira nos EUA eclodiu, não houve qualquer antecipação por parte das agências. Além das agências de *rating* subestimaram os riscos de inadimplência das hipotecas do mercado imobiliário de alto risco norte-americano, estas atestaram estes títulos como seguros, isto é, iguais a títulos do governo. Com isso, direta ou indiretamente, muitos investimentos foram feitos acreditando-se no baixo risco do mercado hipotecário americano.

Como ponto negativo ainda, não se deve desprezar, conseqüentemente, o fato das agências de *rating* crescerem muito durante o *boom* de crédito nos EUA, principalmente graças às constantes demandas por avaliação de empréstimos oriundas desta fase. Com a crise, os métodos de avaliação das agências começaram a ser questionados pelas autoridades européias e americanas, principalmente pelo conflito de interesses das receitas oriundas das agências. Grande parte provém do *rating* desses complexos instrumentos financeiros estruturados e subscritos pelos bancos (Fender & Mitchell, 2005).

A confiança na independência destas agências de avaliação de risco é de imensa importância no mercado internacional. Não somente para as empresas, mas também para os países em geral. Isto porque muitos investimentos são calcados nas avaliações das agências. Cita-se também, como exemplo, grande parte do dinheiro emprestado nos mercados internacionais é classificado pelas agências. Quanto melhor a nota, mais favorável se torna a condição de crédito. Por isso, muitas vezes as avaliações das agências delimitam a liquidez, o movimento e custo nas transações financeiras internacionais.

Este falha da parte das agências trás controvérsias quanto às suas avaliações e no real interesse da sua saúde financeira, isto porque, são muitas vezes tão rigorosas com o

investment grade dos países e outras vezes sem qualquer rigor, como no caso das hipotecas americanas.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

CONCLUSÃO

O trabalho em questão pode contemplar as importantes evoluções presenciadas pela economia brasileira no período de 1999 a 2007. Tais mudanças ocorridas neste período foram capazes de mostrar que o Brasil, definitivamente, é um país capaz de receber o título de *investment grade*.

Em primeiro lugar, com este trabalho concluí-se que a metodologia utilizada pelas agências de *rating* nas suas classificações de risco não são medidas objetivas adotadas com um modelo específico. Este fato conduz a criação de divergências entre as expectativas de mudança de *rating* criadas pelos agentes econômicos.

Posteriormente, observou-se que o Brasil, assim como outros países emergentes que já receberam este título de baixo risco de investimento, apresentou consideráveis evoluções qualitativas em seus indicadores. Verifica-se neste exemplo citado o México, a Rússia e a Índia. Tal situação nos leva a acreditar nas mesmas possibilidades para o Brasil.

Por fim, entende-se que segundo os fatores indicados pelas agências de *rating*, o Brasil criou e atingiu condições e indicadores condizentes com grau de investimento ao final do ano 2007.

Buscando um motivo para o não *upgrade* brasileiro até o período abordado, duas hipóteses distintas podem ser consideradas. A primeira deriva da crise americana do *sub-prime*, que trouxe para a economia mundial, grandes incertezas e poderia ter trazido também para as agências. Ainda existem muitas dúvidas sobre o atual grau da crise americana e sobre as possibilidades de contágio da crise para os países emergentes. Já a segunda hipótese diz respeito ao péssimo histórico brasileiro de pagamento de dívidas oriundo das décadas passadas. Embora existam controvérsias nesta opinião, sabe-se que as agências, por um lado, relevam em suas análises o caráter prospectivo das classificações, mas por outro lado, são em grande medida condicionadas por fatores retrospectivos. Isto é, por mais positivo que seja a tendência de uma economia, como a do Brasil, as agências atribuem às condições iniciais uma grande influência sobre a capacidade e a disposição a pagar dos governos.

Desta forma, entendendo não haver nenhuma melhora expressiva nos indicadores da economia brasileira, do final do período abordado no nosso trabalho até a presente obtenção do grau de investimento, conclui-se que o Brasil já havia condições e indicadores condizentes com grau de investimento.

Cabe frisar que até o final da produção deste trabalho, no mês de maio de 2008, o Brasil conseguiu pela agência *Stand & Poor's* e pela *Fitch Ratings* o referido grau de investimento.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA:

AFONSO, Antonio. Understanding the determinants of sovereign debt ratings: evidence for the two leading agencies. *Journal of Economics and Finance*, v27, n1, pp 56-73, spring 2003.

ARRUDA, M. Dívida, comércio e políticas sociais. Documento de Trabalho PACS4, Instituto de Políticas Alternativas para o Cone Sul (PACS) - Rio de Janeiro/RJ, 10/11/04.

ARRUDA, M. “O papel dos *ratings* no mercado internacional de crédito”. Tese de Mestrado, UFF, Rio de Janeiro 2001.

ALMEIDA, L.. “Vulnerabilidade externa e seus impactos na economia brasileira (1990-2001): Análise e evolução dos indicadores.” Monografia de Bacharelado. IE-UFRJ, Rio de Janeiro, 2002.

ALMEIDA, P. “O Brasil e o FMI de 1944 a 2002: Um relacionamento feito de altos e baixos”. Disponível no site <www.anpuh.uepg.br>, acesso em 20/11/07.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. A importância do Crédito no consumo, p.4 Junho, 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Balanço de Pagamentos Brasileiro 1999-2007. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. 2007.

BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. “Libertar o crédito: como aprofundar e estabilizar o crédito bancário”. Op. Cit., p 5-6, 2005.

BATHIA, A. “*Sovereign Credit Ratings Methodology*”. Washington: FMI, Working Paper n°02/170, 2002.

BIONDI, R.; TONETO JR. O Desempenho dos Países que Adotaram o Regime de Metas Inflacionárias: Uma Análise Comparativa. *Cadernos Prolam/USP*, São Paulo, v. II, n. ano V, p. 07-31, 2005.

BONE, R. B. “Análise crítica dos fundamentos dos *ratings* soberanos: o caso da Argentina.” *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre/RS, v. 30, n. 1, p. 74-100, 2002.

BONE, R. B. “A Importância dos Fundamentos nos *Ratings* Soberanos”. Encontro Nacional da Associação Brasileira de Pós-Graduação em Economia – ANPEC, 2005.

CANALINI, A. “O Desenvolvimento das Participações Privadas no Mercado Brasileiro.” Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. 2007.

CANTOR, R. & PACKER, F. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. Federal Reserve Bank of New York. Out, 1996.

CANUTO, O. . A crise asiática e seus desdobramentos. Econômica, Niterói, v. II, n. 4, p. 25-60, 2000.

CANUTO, O.; SANTOS, P. “Risco-Soberano e Prêmios de Riscos em Economias Emergentes”. Ministério da Fazenda. Temas de Economia Internacional n.º1, 2003.

CANUTO, O. “Risco: ajuste de portfólio?” Conjuntura Econômica, FGV - RJ, jul. 2002.

CARNEIRO, P.. “Gerenciamento de Risco Soberano: fatores observados e erros praticados pelas agências de classificação de risco.” Brasília: ESAF, 80 p. 2005.

CARVALHO, M. “Privatização e déficit públicos no Brasil.” (5.6 – Administração da Dívida Mobiliária Federal Interna de Emissão do Tesouro Nacional – DPMFi-TN – 1995-1999). IPEA, Texto para discussão nº 847, Rio de Janeiro, novembro de 2001.

CLAESSENS, S; EMBRECHTS, G. Basel II, “Sovereign Ratings and Transfer Risk: External versus Internal Ratings. In: Basel II: An Economic Assessment” mai, 2002, Basileia: Bank for International Settlements, mai. 2002. pp.1-27 Disponível em: <http://www.bis.org/>

CURADO, M. OREIRO J. “Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro.” março, 2005.

DEDECCA, C. “Brasil e México: A Racionalização Sem Fim da Política Econômica?”. São Paulo em Perspectiva, p. 1-15, 1997.

DUPITA, A.; FERREIRA, C. “Brasil: grau-investimento?” Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC-SP. Textos para Discussão nº5. São Paulo, 2004.

DUPITA, A. “External Debt Sustainability in latin America”. Extended Essay, London School of Economics and Political Science, 2001.

FERREIRA, T. PETRASSI, M. “ Regime de Metas para a Inflação.” Resenha sobre a experiência internacional. Banco Central do Brasil, 2002. Mimeo.

FENDER, I. & MITCHELL J. “ Structured finance: complexity, risk and the usings. BIS Quarterly Review, Basle: Bank for Internacional Settlement, p. 67-79, Jun, 2007.

FIORI, J. “Sistema mundial: império e pauperização”. In: FIORI, J. & MEDEIROS, C. (orgs.) Polarização mundial e crescimento. Petrópolis: Vozes, 2001.

FITCH RATINGS. Sovereign Distressed Debt Exchanges. Nova York: Fich Ratings, ago. 1998. (Criteria Report).

. Inside the ratings: what credit ratings mean. August 2007a.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

_____. Sovereign rating methodology. October 2007b.

FMI. “Internacional Capital Market: Developments, Prospects, and Key Policy Issues”. FMI, 1999.

FMI. “Credit Ratings and the recent crises.” 1999b.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/pdf/annexV.pdf>

FRANCO, G “O Plano Real e outros ensaios”. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1998.

FRIEDMAN, T. “*Don't mess with Moodys*”. New York Times, February, 22, 1995.

FREITAS, M.; CINTRA, M. . “Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano”. Revista de Economia Política, v. 28, p. 414-433, 2008.

FURTADO, Celso. “ABC_da dívida externa: o que fazer para tirar o país da crise financeira”. São Paulo, Paz e Terra, 1989.

_____. “O Capitalismo Global”. São Paulo, Paz e Terra, 2000.

GARCIA, G. “Déficit Zero e Queda dos Juros” Agosto de 2005. Artigo publicado no Valor Econômico, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>

_____. “Taxa de Juro, Risco Cambial e Risco Brasil” Mimeo, 2001.

_____. “Um Novo Legado de Esqueletos?” Outubro, 2003. Artigo publicado no Valor Econômico, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>

GARCIA, G.; Filho, W. N. “Fundamentos Econômicos afetam o Risco Brasil?” Setembro de 2004. Artigo publicado no Valor Econômico, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>

GARCIA, M.G.; Rigobon, R. “A Risk management approach to emerging markets sovereign debt sustainability with an application to Brazilian data”. Março 2004, 23p. Texto de discussão do Departamento de Economia da PUC-RIO, no 484, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br>

GIAMBIAGI, F. et al. “Economia Brasileira Contemporânea” (1945-2004). Rio de Janeiro. Elsevier, 2005, Cap. 5 e 6.

_____. “Uma Agenda Fiscal para 2007-2010”. IPEA, Textos para Discussão, n.º 1123, 2005.

_____. “Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC” (1995-2002). In: Giambiagi, F. & Villela, A. (orgs) Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004), Rio de Janeiro, Editora Campus, 2005.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

_____. “Rompendo com a Ruptura: O Governo Lula (2003-2004). In: Giambiagi, F. & Villela, A. (orgs) Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004), Rio de Janeiro, Editora Campus, 2005.

_____. “A Condição de Estabilidade da Relação Passivo Externo Líquido Ampliado/PIB: Cálculo do Requisito de Aumento das Exportações no Brasil.” Rio de Janeiro: BNDES, Revista do BNDES, nº8, dezembro, 1997.

GONÇALVES, R. “Globalização econômica e vulnerabilidade externa.” In: 2º Congresso Estadual do CPERS, 1998, Porto Alegre. Anais do 2º Congresso Estadual do CPERS, 1998.

MENDONÇA, H. F. “Mensurando a credibilidade do regime de metas inflacionárias no Brasil: uma análise a partir de dois índices.” Revista de Economia Política, São Paulo, v. 24, n. 3, p. 344-350, 2004.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. 31.3.2007. <http://www.ibge.gov.br> .

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada . 31.3.2007. <http://www.ipea.gov.br> .

J.P. MORGAN. Introducing the Emerging Markets Bond Index Plus (EMB+). Nova York: J.P. Morgan Securities Inc, Emerging Markets Research, Jul. 1995. 8p (Market Brief).

KRAUSSL, R. (2003), “Do Changes in Sovereign Credit Ratings Contribute to Financial Contagion in Emerging Market Crises?”, Center for Financial Studies, Working Papers n. 2003/22. 2003.

MARTINS, Carlos Eduardo. “America Latina: Dependencia y Desafío.. Trayectorias Revista de Ciencias Sociales de La Universidad Autónoma Nuevo León.” v. 4, n. 7, p. 117-132, 2002.

_____. “Os Ciclos Longos e a Conjuntura Contemporânea.” Estudios Latinoamericanos, v. 3, p. 49-67, 2006.

_____. “La Crisis del Sistema en Mundo Capitalista: La coyuntura contemporánea y los desafios de America Latina. Problemas del Desarrollo” v. 39, p. 199-216, 2008.

MELLIOS, Constantin; PAGET-BLANC, Eric. “Which factors determine sovereign credit ratings ?” The European Journal of Finance, v. 12, n. 4, pp. 361-377, June 2006.

MOODY’S INVESTORS SERVICE. “Corporate Bond Defaults and Default Rates, 1970-1994.” Nova York. Moody’s Investors Services, jan. 1995. 40p. Moody’s, Special Report, 1995.

_____. “The Function of Ratings in Capital Markets”. Moody’s, Special Report, out 1997. 7p. (Moody’s, Special Report, 1997).

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

_____. “Introdução aos *Ratings* da Moody’s.” Moody’s, Comentário Especial, 1999a. 19p. (Comentário Especial).

_____. “Opening the Black Box: The Rating Committee Process at Moody’s” jul.1999b. 8p. (Rating Methodology).

_____. “Revisão da Política do Teto Soberano.” Nova York: Moody’s Investors Services, jun. 2001. 4p (Metodologia de *Rating*).

_____. “The Bond Rating Process: A Progress Report”. Nova York: Moody’s Investors Services, fev 2002a. 4p. (Rating Methodology).

_____. “Understanding Moody’s Corporate Bond Rating an Rating Process.” Nova York: Moody’s Investors Services, mai, 2002b. 15p. (Rating Methodology).

_____. “Sovereign Bond Defaults, Rating Transitions, and Recoveries (1985-2002).” Nova York: Moody’s Investors Services, fev 2003a 23p. (Moody’s, Special Report, 1997).

_____. “Moody’s Statistical Handbook”. Moody’s, 2003b.

_____. “Moody’s Statistical Handbook”. Country Credit, Maio, 2005

OKS, D. e PADILLA, G. “Determinantes del riesgo país em Argentina durante 1994-1999” BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA: nota técnica n° 11. Out, 2000.

OREIRO, J. L. “Autonomia de Política Econômica, Fragilidade Financeira Externa e Equilíbrio do Balanço de Pagamentos. Economia e Sociedade”, p. 1–22, 2004.

OREIRO, J.L; LEMOS B.; PADILHA, R; PASSOS, M.(2005). “O regime de Metas de Inflação e a Governança da política Monetária Brasileira: Análise e Proposta de mudança.” Texto para Discussão 15/205. CMDE: UFPR.

PAINCEIRA, J. P.; CARCANHOLO, M. D. “A ortodoxia neo-companheira: vulnerabilidade externa, política econômica e determinação dos fluxos de capitais.” In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 9. Anais. Uberlândia: Sociedade Brasileira de Economia Política, 2004.

PESSOA, S. “Perspectivas de Crescimento no Longo Prazo para o Brasil: Questões em Aberto”. Fundação Getúlio Vargas – FGV. Ensaio Econômico, 2006.

PINTO, B.; VILELA, T; LIMA, U. “A crise financeira russa, 2003. Paper. Disponível em: <http://129.3.20.41/eps/it/papers/0504/0504001.pdf>

RADELET, S. & SACHS, J.(1998). “The East Asian financial crisis diagnosis, remedies, prospects”. Brooking Paper on Economic Activity, n.1, p.1-74.

REINHART, C. “Default, currency crises, and sovereign credit ratings. NBER Working Paper, N° 8738. Washigton, DC. 2002

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!

REISEN, H. E VON MALTZAN, J. “Boom and bust and Sovereign Ratings”. *International Finance* vol.2, nº 2, 1999.

SANDRONI, Paulo. *Balanço de pagamentos e dívida externa*. São Paulo: Editora Ática, 1989.

SERRANO, F. *Do ouro imóvel ao dólar flexível*. Campinas, IE/Unicamp, *Economia e Sociedade* nº 19, 2002.

SERRANO, F. “Tortilha ou tequila, notas sobre a economia brasileira nos 90”. *Anchetypion*, Rio de Janeiro, v. 18, p. 13-31, 1998.

SERRANO, F. e MEDEIROS, C. “Inserção Externa, Exportações e Crescimento no Brasil.” In: FIORI, José Luís (Org.). *Polarização Mundial e Crescimento*. Petrópolis: Vozes, 2001, p. 105-134.

SICSÚ, J. “Expectativas Inflacionárias no Regime de Metas de Inflação: Uma análise preliminar do caso brasileiro”. *Economia Aplicada*, vol.6, nº4, 703-711, 2002.

SICSÚ, J. “Rumos e definições da política econômica brasileira: do Plano A de FHC para o Plano A+ de Lula” In: Paula, João Antonio de (org). *A economia política da mudança*. Belo Horizonte, Autêntica, 2003.

STANDARD AND POOR’S. “Sovereign Credit Ratings: A Primer”. Standard and Poor’s, dez.1998. 8p. (Criteria).

STANDARD AND POOR’S. “Sovereign Defaults Hiatus in 2000?”. London: Standard and Poor’s, Sovereign Ratings Service, dez. 1999. 12p. (Standard and Poor’s Credit Week).

STANDARD AND POOR’S. “Sovereign Defaults: Moving Higher Again in 2003?”. 2002a. 21p. (Standard and Poor’s Research).

STANDARD AND POOR’S. “Sovereign Credit Ratings: A Primer. Nova York: Standard and Poor’s, abr.2002b.21p (Standard and Poor’s Research).

STANDARD AND POOR’S. “Sovereign Credit Ratings: A Primer”. Abril, 2002.

STIGLITZ, J. E. “A Globalização e seus Malefícios: a promessa não-cumprida de benefícios globais.” São Paulo, Editora Futura, 2002.

SY, A. *Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises ?* Washington: Fundo Monetário Internacional, jun. 2003 (IMF Working Paper n.03/122). Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16531.0>

WERNECK, R. L. F. “Além da estabilização: desafios da agenda fiscal”. Texto de discussão do Departamento de Economia da PUC-RIO, no 514, 2005 disponível em <http://www.econ.puc-rio.br>

WERLANG, S. “O Caminho para o Grau de Investimento”. Jornal Valor Econômico, A11. São Paulo, 02 de novembro de 2003.

WILLIAMSON, J. “Implication of East Asian Crisis for debt Management”. Conference on External Debt Management / Reserve Bank of India Ministry of Finance in Kovalan, Kerala. Draft, 1999.

pdfMachine

A pdf writer that produces quality PDF files with ease!

Produce quality PDF files in seconds and preserve the integrity of your original documents. Compatible across nearly all Windows platforms, if you can print from a windows application you can use pdfMachine.

Get yours now!