

**LIGA DE ENSINO DO RIO GRANDE DO NORTE
FACULDADE NATALENSE PARA O DESENVOLVIMENTO
DO RIO GRANDE DO NORTE**

FRANCISCO JOSEFRAN DE AQUINO JÚNIOR

**RISCO-SOBERANO E PRÊMIOS DE RISCO NO BRASIL: SITUAÇÃO ATUAL E
PERSPECTIVAS**

NATAL / RN

2008

RB-31.130

FARN
BIBLIOTECA

Nº Reg. MAC0553

01/08/08

658.153

A669r

2008

ex:01

FRANCISCO JOSEFRAN DE AQUINO JÚNIOR

**RISCO-SOBERANO E PRÊMIOS DE RISCO NO BRASIL: SITUAÇÃO ATUAL E
PERSPECTIVAS**

Monografia apresentada ao curso de MBA em Administração Financeira da Faculdade Natalense para o Desenvolvimento do Rio Grande do Norte, como requisito para obtenção do grau de Especialista em Administração Financeira.

Orientador: Aluísio Alberto Dantas, MSc.

Natal / RN

2008

**Catálogo na Publicação – Biblioteca da FARN
Setor de Processos Técnicos**

Aquino Júnior, Francisco Josefran de

Riso-soberano e prêmios de risco no Brasil: situação atual e perspectivas. / Francisco Josefran de Aquino Júnior. – Natal: FARN, 2008.

61 f.

Orientador: Alúcio Alberto Dantas(M.Sc.)

Monografia (Especialização em Administração Financeira) –
Faculdade Natalense para o Desenvolvimento do Rio Grande do Norte.

1. Administração Financeira – Monografia 2. Risco-soberano –
Monografia. 3. Retorno – Monografia. 4. Grau de investimento –
Monografia. I. Título.

RN/FARN/BC

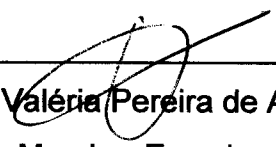
CDU 658.153

FRANCISCO JOSEFRAN DE AQUINO JÚNIOR

RISCO-SOBERANO E PRÊMIOS DE RISCO NO BRASIL: SITUAÇÃO ATUAL E
PERSPECTIVAS

Monografia apresentada ao Curso de MBA em Administração Financeira da
Faculdade Natalense para o Desenvolvimento do Rio Grande do Norte,
aprovada em 25 de JULHO de 2008,
pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Alúcio Alberto Dantas, MSc.
Orientador


Maria Valéria Pereira de Araújo, Dr.
Membro Examinador

Dedico este trabalho a minha avó, Josefa Martins de Aquino (Nicinha), pois é a pessoa que mais amo na minha vida, e é com o apoio dela que tenho a absoluta certeza que poderei sempre contar, sem, entretanto, jamais duvidar da minha capacidade

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pois só o Senhor com sua infinita misericórdia da minha vida poderia me proporcionar tal momento de felicidade, onde pude concluir um curso de especialização em um país onde impera a desigualdade e a pobreza.

Agradeço a minha família por terem me apoiado em cada instante, sempre me ajudando no que fosse necessário, me proporcionando algo que jamais alguém poderia usurpar de mim: o conhecimento.

Agradeço também aos meus amigos, sim, pois eles muito me ajudaram durante os longos 16 meses de curso, sempre me apoiando, tirando minhas dúvidas, trocando conhecimento. Em especial, agradeço a Izabel Coelho e a Geyza Duarte.

Agradeço a todos os meus professores, pois foi através dos seus ensinamentos que hoje estou me tornando um profissional mais qualificado, sem medos, e com total capacidade de enfrentar esse mercado que está a minha espera.

Agradeço, em especial, ao meu professor orientador Aluísio Alberto Dantas, pois durante todo o tempo de confecção deste trabalho, ele teve uma infinita paciência para comigo, sempre me auxiliando e respondendo as minhas indagações. Menciono, inclusive, o fato de que sem ele este trabalho jamais existiria.

Também não posso deixar de agradecer à todos aqueles que estão à frente da FARN, pois confesso que fiquei surpreso com a sua estrutura, o seu plano pedagógico, e sua constante preocupação com a qualidade do ensino oferecido.

Por fim, agradeço ao meu pai Francisco Josefran de Aquino, a minha mãe Sitônia Mendes Silva de Aquino, a minha tia Geralda Martins de Aquino e claro, a minha avó Josefa Martins de Aquino (Nicinha), pois foram eles que jamais me abandonaram em cada momento de necessidade que passei na minha vida.

“A economia compreende todas as atividades do país, mas nenhuma atividade do país compreende a economia”.

Millôr Fernandes – Jornalista e Escritor

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo estudar o processo de redução de risco-soberano da economia brasileira. Para atingir tal objetivo, procurou-se evidenciar, dentro da literatura disponível, os principais conceitos inerentes ao processo de classificação de risco-soberano por parte das três principais agências internacionais de classificação de risco. Em um segundo momento, buscou-se, através de uma análise documental, analisar os principais dados macroeconômicos da economia brasileira, como forma de estimar possíveis cenários futuros que se apresentam para o Brasil. Por fim, chega-se à conclusão de que o país ainda possui grandes entraves para uma continuidade nesse processo de redução de risco; e que, mesmo no atual patamar, o Brasil ainda possui indicadores externos totalmente em situação de não-conformidade com outros países considerados emergentes, o que, inclusive, fez com que uma das agências de classificação ainda considerasse o país dentro de uma categoria de especulação, em detrimento da categoria superior, categoria esta de grau de investimento.

Palavras-chaves: Risco-Soberano. Retorno. Grau de Investimento.

ABSTRACT

The main objective of this study is evaluating the reduction process of risk-sovereign of the Brazilian economy. To reach it goal, the research tried to evidences, through the literature available, the main concepts inherent to the process of risk-sovereign by the three most important international agencies in classification of risk. In a second moment, thought the documental analysis, it was analyzed the most important macroeconomics data of the Brazilian economy, as a way of stimulating possible sceneries that will be presented in Brazil's future. For last, it was concluded that Brazil still has barriers to continue this process of risk reduction, as well as that even at the reached actual step, Brazil stills indicates externs indicators that shows a situation of non-conformism if compared to other emergent countries. Besides of that, one of the classification agencies still considerate Brazil as belonging to a speculation category, instead of classified in a superior category, which means category of grade of investment.

Keywords: Risk-Sovereign. Return. Investment Grade.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 CARACTERIZAÇÃO DO AMBIENTE	11
1.2 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA OU OPORTUNIDADE	12
1.3 OBJETIVOS	14
1.3.1 Objetivo geral	14
1.3.2 Objetivos específicos	14
1.4 JUSTIFICATIVA	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1 A RELAÇÃO RISCO X RETORNO	16
2.2 O RISCO-SOBERANO, O RISCO-PAÍS E OS PRÊMIOS DE RISCO	19
2.2.1 O risco-soberano	19
2.2.2 O risco-país e os prêmios de risco	20
2.3 O PROCESSO DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO-SOBERANO	22
2.4 OS DETERMINANTES MACROECONÔMICOS	27
2.4.1 O risco político	28
2.4.2 A renda e a estrutura econômica	28
2.4.3 As perspectivas do crescimento econômico	29
2.4.4 A flexibilidade fiscal	30
2.4.5 A carga da dívida do governo geral	30
2.4.6 Os passivos contingenciais	31
2.4.7 A estabilidade monetária	32
2.4.8 A liquidez externa	32
2.4.9 A carga do endividamento externo do setor público e privado	33
2.5 GRAU DE INVESTIMENTO E RISCO: AÇÕES CORRELATAS DE INFLAÇÃO E JUROS NO BRASIL	34
3 METODOLOGIA	36
3.1 O TIPO DE PESQUISA	36
3.2 UNIVERSO E AMOSTRA	37
3.3 INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS	37
3.4 TRATAMENTO PARA A ANÁLISE DOS DADOS	38
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	39

4.1 EVOLUÇÃO HISTÓRICA	39
4.2 A SITUAÇÃO ATUAL	42
4.3 AS PERSPECTIVAS PARA O BRASIL	47
5 CONCLUSÃO	52
REFERÊNCIAS	56

1 INTRODUÇÃO

O Brasil vem passando por um processo contínuo de mudanças em suas relações sociais de produção e de distribuição, considerando a forte integração do país no contexto macroeconômico do capitalismo econômico e financeiro.

Um dos aspectos que tem chamado a atenção de investidores e analistas econômicos refere-se à forte integração da economia do país ao contexto financeiro internacional, principalmente ao mercado de ações. Nesse sentido, merece destaque a redução em sua classificação de risco ao longo dos últimos anos.

É sabido que um processo dessa natureza passa por uma série de quesitos macroeconômicos, bem como pela forma com que os governantes do país lidam com tais questões. Sabe-se também que existem agências globais altamente especializadas no estudo do risco dos governos soberanos, e que essas informações são amplamente utilizadas por investidores ao redor do mundo, em todos os mercados.

Este trabalho vem, portanto, estudar todo o processo de redução de risco soberano do governo brasileiro; bem como verificar quais as consequências oriundas desse evento para o Brasil e as atitudes necessárias para que o país possa continuar nesse ciclo virtuoso de decréscimo em seu risco.

O presente trabalho está organizado em seis capítulos. O primeiro capítulo apresenta e contextualiza o trabalho, com a caracterização do ambiente do estudo em apreço e com a justificativa da sua realização, em termos da importância da pesquisa para a análise da gestão econômica e formação técnica de gestores empresariais. Consta ainda desse capítulo a descrição dos objetivos propostos pelo estudo.

O segundo capítulo procura evidenciar, dentro da visão de diversos estudiosos sobre o assunto, o fichamento e análise das principais conclusões e afirmações teóricas e que servirão de embasamento científico para todo o trabalho. Nesse sentido, procura-se mostrar conceitos de risco, retorno, prêmios de risco e determinantes macroeconômicos relacionados ao risco soberano dos diversos países.

O terceiro capítulo apresenta a metodologia utilizada pela pesquisa, evidenciando os tipos e fontes de informações que foram utilizadas, a forma pela qual esses dados foram coletados, bem como o tratamento dado a essas informações para que se atinjam os objetivos propostos.

O quarto capítulo procura analisar, de acordo com a metodologia proposta, as informações coletadas, mostrando assim, a situação atual em que o Brasil se encontra no processo de classificação de risco-soberano; bem como apresentar as perspectivas possíveis para o país, evidenciando a opinião das principais agências de classificação de risco.

Constam dos últimos capítulos a conclusão do trabalho, procurando mostrar os resultados efetivos da pesquisa, no que se referem às conclusões do referido estudo. O estudo encerra-se com as referências citadas durante o decorrer do trabalho, mostrando as fontes de pesquisa utilizadas para referenciar todo o estudo.

1.1 CARACTERIZAÇÃO DO AMBIENTE

O processo de transformação pelo qual o mercado financeiro vem passando, ao longo das últimas décadas, apresenta-se de forma nítida para qualquer cidadão que tenha um mínimo de conhecimento histórico desse mercado. Ao se observar o mercado por alguns instantes, fica claro a diversidade e relevância de recursos disponíveis para se aplicar na estrutura de financiamento das empresas modernas.

A dinâmica do mercado mostra que, pelo fato das empresas sentirem a necessidade de se expandirem para além das fronteiras dos seus países de origem, quer por opções menos onerosas de seus custos de produção, quer por uma necessidade de um maior volume em suas vendas, permite que os seus investimentos assumam posições de certa forma mais globais. Isso indica que as necessidades de financiamento ocorram em mercados bem mais competitivos e de uma forma mais ampla e global.

Nesse sentido, Lopes (2003) afirma que ao se aplicarem recursos em diversos países, as organizações empresariais estão buscando uma melhor relação entre o risco da operação e o seu retorno esperado, através de uma diversificação de suas carteiras de investimento. O autor ainda diz que, em comparação com os

mercados desenvolvidos, como alguns países europeus e o mercado norte-americano, os mercados menos desenvolvidos apresentam taxas de retorno bem mais atraentes; mas em contrapartida, também apresentam um risco bem superior aos riscos apresentados pelo mercado desenvolvido.

Seguindo esse dilema Risco X Retorno, os investidores estão buscando menores níveis de risco para um certo retorno esperado; ou de maneira semelhante, maiores retornos esperados para um determinado grau de risco. Dessa forma, os investidores internacionais buscam, dentro desse mercado cada vez mais universalizado, os países onde possam se apresentar mais interessantes essa relação, na tentativa contínua de minimizar o risco de suas operações (LOPES, 2003).

Assim, diante de tamanha quantidade de opções possíveis de investimentos, nos mais variados países, os investidores estarão sempre atentos à gestão do risco, para que atendam às suas necessidades, no que se refere à relação risco X retorno, a qual é fundamental para escolherem onde irão aplicar seus recursos, estes, cuja decisão é de grande valia para o financiamento das empresas globais.

1.2 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA OU OPORTUNIDADE

No atual sistema financeiro, dentro de uma economia cada vez mais globalizada, existe a forte convicção sobre o que permeia as decisões de investimento dos poupadores de recursos, a qual é centrada na relação risco X retorno. Há um consenso entre os estudiosos do assunto quanto à necessidade de se aplicar recursos em investimentos que remunerem, de forma justa, esses investimentos para certo nível de risco. De um modo geral, os investidores entendem que essas aplicações de recursos podem ser realizadas nos mais diversos países, onde cada um desses há de possuir características inerentes aos mesmos. Não se pode acreditar que todos os países do globo possuam o mesmo nível de risco, uma vez que, são diferentes os aspectos políticos, sociais e econômicos presentes em cada um desses países (LOPES, 2003)

No atual contexto, é de esperar que o Brasil, assim como os demais países, possuam um risco próprio. Também é de se esperar que os investidores globais

procurem ser remunerados por esse risco inerente, próprio do Brasil, de maneira que venha a ser incorporado nos preços dos ativos que os emissores (tanto o governo, quanto as empresas sediadas no país) irão utilizar para captar os seus recursos.

Nesse sentido, é que se verifica a existência do chamado risco-soberano, o qual procura verificar quais são as chances de um determinado país honrar os seus compromissos pontualmente. Ao se avaliar o risco-soberano, está se analisando exclusivamente a dívida pública, ou seja, a dívida do governo central, onde se avaliam os diversos indicadores macroeconômicos dos países, na tentativa de estimar essa probabilidade (CANUTO; SANTOS, 2003)

É fato que se uma determinada nação apresentar problemas de liquidez para honrar seus compromissos, isso irá influenciar no risco das empresas sediadas no país. Isso ocorre, pois ao se avaliar os indicadores da economia, consegue-se verificar a sustentabilidade em um prazo mais longo das condições econômicas daquele momento atual, bem como as suas tendências. Dessa forma, dificilmente o risco de uma empresa sediada no Brasil, por exemplo, será inferior ao risco-soberano desta nação (CANUTO; SANTOS, 2003)

Essa análise do risco-soberano, portanto, é de suma importância para o sistema financeiro atual, onde as empresas procuram cada vez mais reduzir o seu custo de capital, onde só se torna possível em países que ofereçam recursos a taxas de captação mais baixas. Essas taxas, por sua vez, só poderão se tornar atrativas para as empresas, se o risco também se mantiver em níveis mais baixos. A avaliação dos indicadores macroeconômicos dos diversos países, e conseqüentemente do risco-soberano dos mesmos, é feita por agências de classificação de risco de crédito. Essas agências procuram estimar, através de notas de risco, a probabilidade do país em continuar a honrar os seus compromissos. Portanto, à medida que se reduz o risco, consegue-se favorecer a entrada de recursos no país a um custo mais baixo; essas notas são avaliadas periodicamente e são alteradas de acordo com o andamento desses indicadores (LEISMANN, 2007)

No contexto de tais reflexões, este trabalho procura responder à seguinte questão de pesquisa: ***“que fatores contribuíram para a redução do grau de risco dos investimentos estrangeiros no Brasil?”***

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Avaliar o processo de redução do grau de risco-soberano na economia brasileira.

1.3.2 Objetivos específicos

- Analisar a classificação dos riscos de investimentos;
- Apresentar os indicadores macroeconômicos de classificação de risco;
- Mostrar a evolução do processo de classificação de risco-soberano da economia brasileira;
- Verificar os possíveis cenários oriundos da melhoria da nota de risco-soberano do governo brasileiro.

1.4 JUSTIFICATIVA

O Brasil, como os demais países capitalistas, procura se manter atrativo para os investimentos externos. Essa condição parte do pressuposto que se o país continuar mantendo sua taxa de crescimento em um patamar de sustentabilidade, esse fato é fundamental para garantir a geração de riqueza para a população e que deverá exercer influência nas melhores condições de vida da mesma. O fato é que, para o país continuar se mantendo atrativo, significa manter um baixo custo de capital, que por sua vez necessita de um baixo risco (LOPES, 2003)

Assim, estudar o processo de redução do grau de risco-soberano do governo brasileiro é importante, pois nos últimos anos o país vem apresentando uma constante redução nesse quesito, por parte das agências de *rating*. Conhecer os impactos e consequências dessa redução é extremamente oportuno, uma vez que irá influenciar diretamente no custo de captação das empresas brasileiras.

Justifica-se ainda o tema, considerando a sua importância para a formação técnica de gestores e consultores do atual dinâmico do mercado financeiro nacional e internacional, cuja competitividade resulta em fortes exigências profissionais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Todo estudo normalmente exige uma fundamentação básica que assegure consistência de argumentações e conteúdos do mesmo. O estudo acadêmico, por excelência, é exigente de fundamentação teórica, cujo conteúdo analisado deve ser precedido de abstrações e abordagens devidamente descritas e que sejam apresentadas em publicações, relatórios e escritos que merecem confiança e apresentem credibilidade acadêmica.

Afirma-se no capítulo 1 que o objetivo do presente estudo é avaliar o processo de redução do grau de risco-soberano na economia brasileira. Esse objetivo será obtido mediante a análise histórica da classificação dos riscos de investimentos, acompanhada da interpretação dos indicadores macroeconômicos de classificação de risco. Isso permite diagnosticar a situação atual e identificar cenários oriundos da melhoria da nota de risco-soberano do governo brasileiro.

Consta do presente capítulo o referencial teórico básico que fundamenta o conteúdo estudado, tais como a relação risco X retorno; o risco-soberano, risco-país e prêmios de risco; o processo de classificação do risco-soberano e os determinantes macroeconômicos, em termos de produção, renda, emprego, preços, fiscais, no âmbito nacional e internacional e respectivas influências para as empresas, investidores e para o governo brasileiro.

2.1 A RELAÇÃO RISCO X RETORNO

A economia capitalista é predominantemente conduzida pelo capital, cuja referência básica de decisão é definida pelo mercado e em função da expectativa de maximização do lucro do capital investido. Na dinâmica de um mercado cada vez mais competitivo, ficam os responsáveis pela decisão de investimento (quer por organizações, quer pelo investimento próprio enquanto pessoa física) com uma árdua tarefa: a administração de um velho conflito entre o retorno esperado e o seu risco de investimento correspondente.

Lemgruber et al. (2001) diz que o retorno pode ser compreendido como sendo uma apreciação de ativos nos quais se investe, cujo retorno está associado a

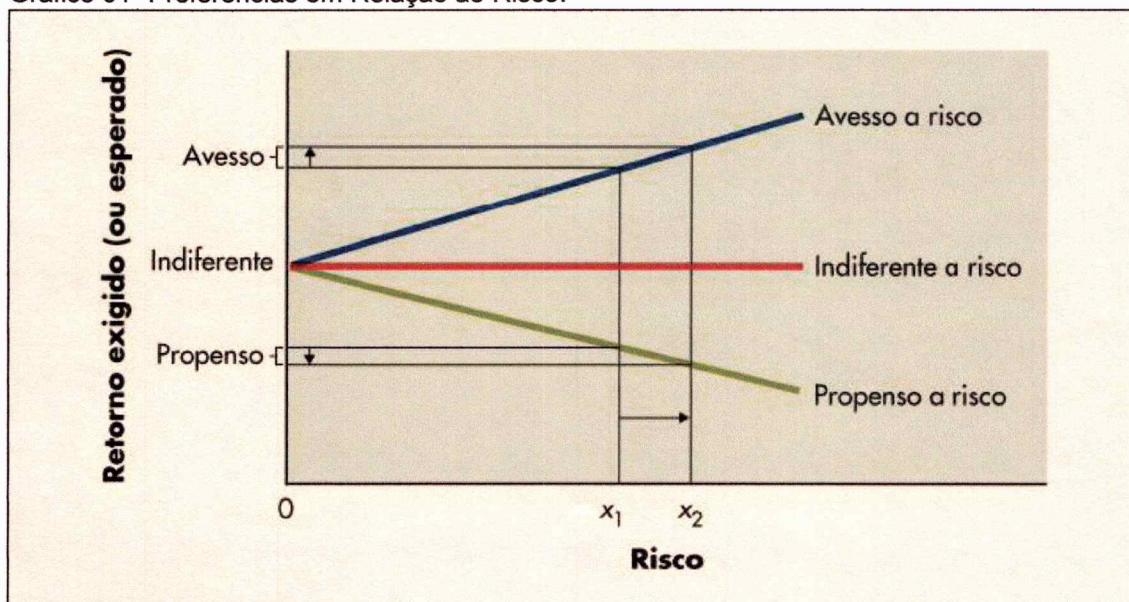
diversas incertezas, pois não se sabe de fato se o que se espera de retorno será atendido. Dentro desse contexto, o risco fica caracterizado como sendo qualquer medida que se possa utilizar na tentativa de mensuração dessas incertezas.

É de se esperar que para que um investidor se submeta a um risco maior, exija em contrapartida retornos desses investimentos também maiores. Esse aspecto leva a que os investidores sejam identificados em função do risco: investidor avesso ao risco; investidor amante do risco e investidor precavido ao risco, onde o investidor racional é caracterizado como avesso ao risco.

Gitman (2006) lembra que embora essa afirmação pareça a mais coerente e de fato é o que ocorre em sua ampla maioria, há ainda aqueles investidores que estão propensos ao risco, ou seja, à medida que o risco aumenta, o seu retorno cai; e mais, investidores indiferentes ao risco, onde o retorno esperado não varia quando o nível de risco se altera.

O Gráfico abaixo demonstra essas preferências em relação ao risco.

Gráfico 01- Preferências em Relação ao Risco.



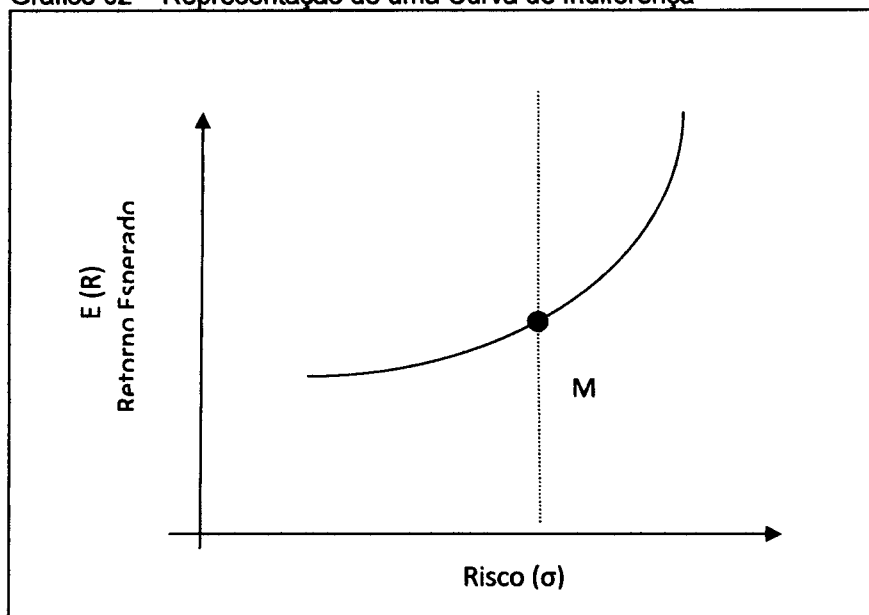
FONTE: Gitman (2006, p.188)

Assaf Neto (2001) esclarece que essa postura do investidor em relação ao risco é estritamente pessoal e, portanto, não passível de generalização. Ele ainda afirma que dentro de um leque de possíveis opções de investimento amplamente expostas no mercado financeiro, esses tomadores de decisões esquematizam

racionalmente uma escala com suas preferências, que está representada no que ele chama de curva de indiferença.

O autor formaliza o seu raciocínio mediante modelo de análise lógica e funcional, o qual está expresso por correlação entre o risco e respectivo retorno. É uma curva, que envolve uma série de combinações igualmente satisfatórias para o investidor, mostra a reação do tomador de decisão diante das diferentes alternativas de investimento, conforme o gráfico a seguir.

Gráfico 02 – Representação de uma Curva de Indiferença



Fonte: Assaf Neto (2001, p. 264).

Diante disto, o investidor pode optar pelo tipo de investimento em que a relação risco X retorno seja satisfatória para com os seus anseios. Para Leismann (2007) isso só se torna possível se os tomadores de decisão tiverem conhecimento do grau de risco dos investimentos a que se propõem. Ele ainda afirma que os riscos estão intrinsecamente relacionados com os países oriundos dos ativos financeiros, o que ele denomina de risco soberano.

Conclui-se, portanto, que existe uma correlação direta entre risco e retorno: quanto maior o risco, maior será o retorno e vice-versa. Trata-se de abordagem cientificamente comprovada e que faz parte da lógica de condução e de decisão do capitalismo financeiro. Essa relação funcional é de relevante importância para a análise de investimentos, considerando que, com base na mesma, os gestores

podem definir estratégias temporais de decisão de aplicações financeiras de curto e médio prazos.

2.2 O RISCO-SOBERANO, O RISCO-PAÍS E OS PRÊMIOS DE RISCO

2.2.1 Risco-Soberano

Os textos anteriores descrevem o risco como uma ameaça ao retorno financeiro do capital investido. Observa também que o risco surge em função de vários fatores que caracterizam a dinâmica dos mercados, mas principalmente, devido à assimetria de informações, considerando que os tomadores de recursos possuem informações bem mais detalhadas sobre a sua própria situação do que os investidores. Decorre daí, que para que os investidores se sintam mais seguros em relação ao investimento proposto, e conseqüentemente corrijam de alguma forma essa assimetria, exijam o que se denomina de prêmio de risco, que seria um excedente de retorno pago pelo captador de recursos ao investidor, como forma de compensar o maior risco. (CANUTO; SANTOS, 2003)

É bem verdade que o acesso a essas informações em caráter isolado é bastante dispendioso, ficando às vezes até inviável. Canuto, Santos (2003) ainda afirmam que diante desse contexto é que surgem as agências classificadoras de risco, pois conseguem baratear esses custos através de economias de escala (ou produção de elevada produtividade e com rendimentos decrescentes em escala), uma vez que elas são altamente especializadas. Eles ainda dizem que essas agências de *rating* são fundamentais no atual sistema financeiro, uma vez que no mercado de capital as relações entre aplicadores e captadores de recursos têm um caráter distanciado e impessoal, o que as difere dos empréstimos bancários. Afirmam os autores que esses eram os principais meios de financiamento nas décadas de 70 e 80.

Segundo a Standard & Poor's (2004), uma classificação sobre o *rating* de crédito soberano ou o risco soberano, é uma nota atribuída a um determinado país, na tentativa de auferir a sua capacidade e intenção de honrar seus compromissos assumidos e de forma pontual e integralmente. Cabe salientar, segundo a fonte supracitada, que um *rating* soberano não está relacionado com as dívidas

provenientes de todos os emissores, mas sim, exclusivamente com os riscos de crédito do governo nacional, ou seja, com a dívida pública.

O risco associado a operações de crédito concedido a estados soberanos, ou o risco soberano, possui determinantes da capacidade de pagamento, bem como da disposição a pagar, de natureza diferente dos créditos concedidos aos agentes privados. Afirmam Canuto, Santos (2003) que essa natureza é reportada para determinantes macroeconômicos, tais como: crescimento econômico, fatores políticos, reservas de divisas etc.

Portanto, considerando o dinamismo dos mercados de créditos, a classificação do risco soberano vem assumindo posições diferenciadas no contexto do capitalismo financeiro, uma vez que os mesmos servem de parâmetros de análise de aplicações e investimentos.

2.2.2 O Risco-País e Os Prêmios de Risco

Embora pareçam muito semelhantes, o risco soberano difere do risco-país. Na realidade, o risco-país é bem mais amplo do que o risco soberano, uma vez que engloba todos os ativos financeiros do país (e não somente os títulos públicos) e impõe, assim como os demais, uma carga compensatória de prêmio no retorno por eles oferecidos. Em via de regra, a classificação soberana serve de teto para os demais credores do país, embora em situações de exceção, esse teto possa vir a ser rompido. Evidentemente, ambos os riscos possuem uma grande semelhança, pois no caso de uma moratória (descumprimento dos acordos) da dívida soberana, ocasionará um impacto negativo na dívida privada do país e vice-versa. (CANUTO; SANTOS, 2003)

Uma vez que os *ratings* soberanos e o risco-país são usados como referência pelo mercado, eles tendem a ser incorporados tanto nos preços dos ativos quanto nos prêmios cobrados pelo risco. Isso ocorre porque, segundo Ross; Westerfield; Jaffe (1995) o prêmio de risco é pago em forma de um retorno adicional, o qual é formulado como a diferença entre os retornos de ativo com risco e os retornos de ativo livres de risco. Para Canuto; Santos (2003) esse rendimento diferencial é determinado pelas condições gerais de liquidez, pelo grau de aversão ao risco, por parte dos investidores, e pelo risco particular de cada ativo atribuído por estes aplicadores.

Desde 1992, ano em que ocorreu a renegociação da dívida externa dos países emergentes (de acordo com os critérios do Plano Brady), o banco americano J.P.Morgan procura verificar, através de um indicador de mercado, os prêmios de risco em títulos de economias emergentes: o EMBI+ ¹. Esse indicador, que também é conhecido como o risco-país, representa as chances de perdas das instituições financeiras internacionais em aplicações em papéis dos países tidos em desenvolvimento². (LOURENÇO, 2007)

O EMBI+ é composto por uma cesta de títulos, denominados em moeda estrangeira, emitidos pelos governos centrais e que são negociados em mercados secundários. O J.P. Morgan calcula uma média ponderada entre os preços dos papéis que compõem a cesta e o volume negociado no mercado secundário. É o próprio banco que divulga os níveis do índice, bem como as margens soberanas (uma espécie de prêmio de risco), que são dadas pela diferença entre os rendimentos dos títulos governamentais e os títulos do tesouro dos EUA, considerados de risco zero. Após a decomposição do EMBI+ em sub-índices (um para cada país) é que se chega ao referido risco-país³. (CANUTO; SANTOS, 2003)

Lourenço (2007) explica que o risco-país é determinado em termos de pontos básicos, e remunera os investidores com uma sobretaxa (ágio) de um ponto percentual para cada cem pontos de risco. Atualmente o Risco-Brasil está em torno de 200 pontos; mas chegou a atingir seu ápice em setembro de 2002, marcando 2.400 pontos, devido à turbulência eleitoral vivenciada no país⁴. Seguindo a metodologia referenciada por Lourenço (2007), com base em um risco de 2.400 pontos, a rolagem dos papéis brasileiros no exterior só seria possível com o pagamento de 24 pontos percentuais acima dos juros americanos.

Tendo em vista que tanto as classificações das agências quanto o EMBI+ são indicadores de risco soberano, espera-se que ambos tenham algum nível de correlação. De uma forma geral e visando as médias de longo prazo, ambos os indicadores caminham em um sentido de convergência. Essa correlação só passa

¹ Emerging Markets Bond Index Plus (Índice dos Bônus dos Mercados Emergentes)

² Algumas Nações da América Latina, da Europa ex-comunista, da Ásia e da África.

³ Essa denominação é imprecisa, pois no cálculo da margem soberana estão contidos apenas títulos dos governos centrais.

⁴ Dados disponíveis no site do Jornal Nacional:

<http://jornalnacional.globo.com/Telejornais/JN/0,,MUL557810-10406,00-INVESTIDORES+GANHAM+MAIS+CONFIANCA+PARA+APLICAR+DINHEIRO+NO+BRASIL.html>

a se demonstrar imperfeita quando se analisam dados de curto prazo, pois ao contrário dos *ratings* das agências classificadoras de risco, que visam um horizonte maior de tempo, o EMBI+ é extraído dos preços dos ativos e portanto, influenciado pelas forças de oferta e demanda, o que lhes leva a flutuações específicas a alguns países ou até mesmo a flutuações de forma geral. (CANUTO; SANTOS, 2003)

Uma outra questão a ser tratada sobre esses indicadores refere-se à influência que um tem sobre o outro. Nesse sentido, Reisen e Von Maltazan *apud* Canuto; Santos (2003, p.19) realizaram um estudo buscando demonstrar alguma relação de causalidade entre as variações nas classificações das agências e as variações nas margens soberanas. Eles concluíram que tanto o mercado pode ser influenciado e, portanto, seguidor das classificações das agências; quanto suas classificações podem seguir o mercado, uma vez que por se moverem mais acentuadamente, podem exibir um certo curso de forma sustentada.

2.3 O PROCESSO DE CLASSIFICAÇÃO⁵ DE RISCO-SOBERANO

Avaliar o grau de risco de dívidas soberanas é bem mais difícil e complexo do que a avaliação de risco das empresas, pois engloba não apenas a capacidade de pagamento, mas também a disposição a pagar dos governos. Isso por si só eleva a um grau de subjetividade tamanha, uma vez que não existe um mecanismo explícito que garanta o cumprimento de todos os acordos quando da contratação da dívida⁶.

De fato, as classificações de risco não se limitam a apenas fatos meramente quantitativos, mas também a aspectos qualitativos. Isso foi o que um estudo realizado pelo FMI demonstrou. Nesse estudo ficou provado que não existe um modelo estatístico específico que determine a probabilidade de moratória quantitativamente. (CANUTO; SANTOS, 2003)

⁵ As próprias agências explicam em seus *sites* na internet a metodologia do processo de classificação. Para mais informações, consultar as referências.

⁶ A maior sanção que os credores podem impor nesses casos é o fechamento do mercado internacional de crédito para os governos inadimplentes, bem como a exigência de um maior prêmio de risco quando estes voltarem a captar recursos no exterior. (Canuto; Santos, 2003)

A disposição de um governo em pagar sua dívida por si só já é um aspecto qualitativo, pois os governos podem (e chegam a fazê-lo) inadimplir algumas de suas obrigações, mesmo possuindo capacidade financeira para honrar pontualmente seus compromissos. Isso pode ser explicado, segundo a Standard and Poor's (2004), pelo simples fato de uma má condução de políticas econômicas capazes de enfraquecer sua capacidade de pagamento. A agência supracitada ainda afirma que a disposição para pagar dívidas abrange uma série de fatores econômicos e políticos que irão influenciar a política governamental.

Embora cada agência de classificação de risco possua uma metodologia própria, Canuto; Santos (2003) afirmam que o processo de classificação de risco normalmente é composto por três etapas: avaliação de conjuntura; quantificação das variáveis analisadas, embora que algumas sejam qualitativas, por meio de um sistema de pontuação; e formação de um comitê que, tendo como base a análise das informações levantadas, emitirá uma decisão de classificação por meio de uma votação.

Durante a primeira etapa, afirmam os autores que as agências procuram enviar seus representantes para os diversos países, em busca de informações fidedignas quanto à realidade da situação acerca da condução da política econômica e fiscal⁷. Moody's (2008) mostra algumas fontes possíveis de informações utilizadas pelos analistas, entre elas: dados oficiais dos governos (fornecidos através de reuniões com funcionários), dados de mercado, discussões com fontes especializadas do setor e do meio acadêmico, dados publicamente disponíveis, etc.

Em um segundo momento, os autores descrevem que o comitê é reunido (já de posse do relatório produzido pelos analistas em suas visitas) e cada parâmetro discutido e avaliado, sendo posteriormente atribuída uma pontuação. Cabe salientar que nessas discussões é dada uma ênfase às comparações entre países de classificação similar, com o objetivo de evitar possíveis inconsistências. O modelo de pontuação é bastante heterogêneo, variando para cada agência, embora Canuto; Santos (2003) proponham um modelo consolidado em cinco categorias gerais: risco político, civil e institucional; setor monetário e financeiro; setor externo; setor real; e setor fiscal.

⁷ A experiência mostra que essa condução tem uma grande influência sobre o balanço de pagamentos e a sustentabilidade da dívida pública. (Canuto; Santos, 2003)

Para cada categoria é atribuída uma nota, onde os aspectos qualitativos são avaliados segundo a experiência de cada membro do comitê. Os analistas apontam aspectos quantitativos, segundo níveis estabelecidos para cada nota. Também são feitas projeções futuras para os dados macroeconômicos, observando principalmente as projeções para a dívida pública interna e externa total. O comitê ainda avalia como os governos administraram problemas econômicos no passado; como possivelmente administrará problemas no futuro; bem como os meios disponíveis para isso. Após toda essa análise, as agências emitem um parecer sobre a classificação dos países. (CANUTO; SANTOS, 2003)

Existem diversas agências internacionais de classificação de risco, mas são três as mais importantes na atualidade: Standard & Poor's, Fitch Ratings e Moody's. Essas agências trabalham para os investidores que comprem essas informações sobre a análise de risco, uma vez que é menos dispendioso comprar uma informação consolidada do que desenvolver um mecanismo próprio de avaliação. O sucesso e a credibilidade de uma agência é dado pelos índices de acerto ao longo tempo. (LEISMANN, 2007)

Como essas empresas possuem uma classificação própria, a comparação entre as notas se torna um pouco mais complexa. De uma forma geral, as classificações são expressas por meio de letras que variam na escala A, B, C, D. Na escala da Moody's, a melhor classificação é "Aaa"; a pior é "C". Na escala da Standard & Poor's e da Fitch, a melhor classificação é "AAA" e a pior é "D". Como forma de diferenciar os países que fazem parte de uma mesma categoria, as agências utilizam sinais aritméticos (+ e -), no caso da Fitch e da Standard & Poor's; de números (1, 2 e 3), no caso da Moody's. (FOLHA ON LINE, 2007)

Bathia (2002) propõe, como forma de tornar os *ratings* comparáveis, a utilização de uma transposição das escalas de classificação de risco para uma escala numérica. A tabela 01 apresenta essa transposição.

Tabela 01 – Escala de Classificação de Risco

S & P ⁸	Fitch	Moody's	Escala Numérica
<i>Grau de Investimento</i>			
AAA	AAA	Aaa	1
AA+	AA+	Aa1	2
AA	AA	Aa2	3
AA-	AA-	Aa3	4
A+	A+	A1	5
A	A	A2	6
A-	A-	A3	7
BBB+	BBB+	Baa1	8
BBB	BBB	Baa2	9
BBB-	BBB-	Baa3	10
<i>Grau de Especulação</i>			
BB+	BB+	Ba1	11
BB	BB	Ba2	12
BB-	BB-	Ba3	13
B+	B+	B1	14
B	B	B2	15
B-	B-	B3	16
CCC+	CCC+	Caa1	17
CCC	CCC	Caa2	18
CCC-	CCC-	Caa3	19
CC	CC	-----	20
C	C	-----	21
SD ¹	DDD ³	Ca ⁴	22
D ²	DD	C	23
-----	D	-----	24

Fonte: Bathia (2002, p.08).

1. Moratória Parcial.
2. Moratória.
3. Moratória. As classificações nesta categoria são baseadas na possibilidade de recuperação parcial ou total do empréstimo.
4. Nessa categoria, os soberanos encontram-se em moratória e oferecem pouca segurança financeira e a probabilidade de recuperação integral do principal por parte dos investidores é muito baixa.

Como se pode observar, as classificações estão subdivididas em dois grandes grupos: grau de investimento e grau de especulação. Geralmente, os países que compõe a primeira categoria são caracterizados como “bons pagadores”, e portanto, possuem risco menor; já os países que se localizam com notas classificadas no segundo grupo, possuem risco bem mais elevado, incluindo aí países que já declararam moratória de suas dívidas (FOLHA ON LINE, 2007). A Moody's (2008) afirma que para uma média histórica de títulos entre os anos de 1970 e 2000, a taxa média de *default*⁹ para títulos com classificação Aaa sobre um período de 10 anos foi de apenas 0,67%, enquanto que para títulos com classificação B, a probabilidade subiu para 44,57%.

⁸ Standard & Poor's.

⁹ Moratória.

Nesse contexto, Leismann (2007, p. 14) afirma

Obter o grau de investimento é importante, mas mesmo no grau de investimento ainda existem várias escalas, que, ao avançar permite que se obtenha recursos a custo menores. Não ser grau de investimento é ser considerado como investimento especulativo, tendo acesso a recursos que tendem a ser de curto prazo. O mais importante é obter recursos de longo prazo, normalmente disponibilizados pelos investidores institucionais, como fundos de pensão.

Dentro do parecer emitido pelas agências, consta não somente a nota atribuída ao país, mas também uma opinião sobre a direção provável que a classificação de risco terá em no máximo três anos. Essa indicação, denominada perspectiva, pode ser positiva, negativa, estável e em desenvolvimento. Há ainda a possibilidade de se colocar um determinado ativo em uma lista a parte quando existe alguma possibilidade de mudança em sua classificação. Nesse caso, a revisão pode ocorrer, tanto para uma elevação (*upgrade*) quanto para um rebaixamento (*downgrade*) e até mesmo ficar em revisão com direção incerta. Caso após essa revisão a agência decida não alterar o *rating*, diz-se que o *rating* está confirmado. (MOODY'S, 2008)

Cabe ainda destacar que, segundo as agências¹⁰, as classificações podem ser divididas em obrigações de curto-prazo e de longo-prazo, com estas designando os títulos que vencem em mais de um ano. Em relação à moeda de denominação da dívida, as classificações podem ser relativas às obrigações em moeda estrangeira e nacional. A Standard & Poor's (2004) enfatiza que diversos fatores devem ser examinados ao se considerar as distinções em moeda local e estrangeira, pois para honrar os serviços da dívida em moeda local, os países apóiam-se na capacidade dos governos de controlarem o sistema financeiro doméstico e no poder de tributação; enquanto que para honrar o serviço da dívida em moeda estrangeira, os governos soberanos precisam adquirir divisas no mercado de câmbio, o que pode ser um grande fator restritivo.

Diante de tão precisa informação, avaliada e divulgada por parte das agências, as incertezas com relação aos títulos soberanos ficam bastante reduzidas. Os investidores preferem os títulos de governos que são classificados pelos parâmetros das agências, aos dos que não o são; e mais, alguns grandes investidores (como os fundos de pensão dos E.U.A.) possuem grandes restrições,

¹⁰ Informações disponíveis nos sites das próprias agências. Consultar Referências.

determinadas por órgãos reguladores, quanto à detenção de ativos dos países classificados como grau de especulação¹¹.

Diante disso, conclui-se a presente análise, com a reflexão de Canuto; Santos (2003, p.13) sobre o impacto na crise de balanço de pagamentos, onde os quais afirmam que

as classificações não têm como objetivo indicar quando uma moratória ocorrerá ou se o soberano enfrentará uma crise de balanço de pagamentos. Espera-se que os soberanos com grau de investimento enfrentem menos crises e tenham maior capacidade para administrá-las do que os soberanos da categoria grau de especulação.

2.4 OS DETERMINANTES MACROECONÔMICOS

Para se avaliar a dívida de um governo soberano, as agências se baseiam principalmente na condução das políticas macroeconômicas desses países, pois só com uma austeridade da política fiscal e monetária é que um governo alcança as condições necessárias para uma perspectiva positiva em relação ao *rating*. Geralmente as agências não divulgam os pesos atribuídos aos diversos fatores que são considerados para a determinação das classificações, mas em seus artigos sobre os países, identificam as variáveis mais importantes.

Para Canuto; Santos (2003), analisar a condição inicial da economia de um país, embora as agências ressaltem o caráter prospectivo de suas classificações, é de fundamental importância, pois apresentam uma grande influência na disposição e na capacidade de honrar seus compromissos. Aliado a essa análise, eles ainda afirmam que as projeções de vários indicadores macroeconômicos também têm um peso importante no modelo de pontuação; ou seja, as agências observam tanto a situação inicial quanto as projeções futuras das políticas macroeconômicas.

A Standard & Poor's (2004) detalha os diversos indicadores macroeconômicos utilizados em suas avaliações. São eles: o risco político, a contabilidade nacional, a estrutura econômica, o crescimento econômico, a política

¹¹ Segundo o economista-chefe do departamento de *Asset Management* do Banco Real, Hugo Penteado, a maioria dos fundos internacionais que possuem essa restrição quanto ao investimento, precisam de no mínimo duas agências de classificação de risco colocando as duas notas do país em grau de investimento. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u397353.shtml>.

fiscal, a dívida pública, os passivos contingenciais, a estabilidade monetária, a liquidez externa e a carga do endividamento externo dos setores públicos e privados. Esses indicadores são analisados isoladamente e destacada a sua importância para o quadro atual de avaliação dos componentes macroeconômicos.

2.4.1 O Risco Político

Nesse quesito, as principais questões analisadas são:

- Estabilidade e legitimidade das instituições políticas
- Risco geopolítico
- Segurança Pública
- Participação popular nos processos políticos
- Probidade da sucessão das lideranças
- Transparência nas decisões e objetivos da política econômica

Ao analisar o risco político de governos soberanos, as agências estão buscando por uma maior previsibilidade, estabilidade e transparência das instituições políticas, como forma de minimizar esse risco. Examinam também como as políticas adotadas mudam de acordo com que governos também irão sendo mudados. Procuram estudar as relações com os demais países vizinhos, pois em caso de risco à segurança nacional, as ameaças militares tendem a colocar um sobrepeso na política fiscal e na balança de pagamentos dos países. De uma forma geral, os choques políticos e externos tendem a prejudicar bem mais as políticas econômicas de países que possuem posições de *rating* mais baixas, pois nesses casos, provavelmente, os governos possuem um risco político mais elevado. (SATANDARD AND POOR'S, 2004)

2.4.2 A Renda e A Estrutura Econômica

As principais variáveis são:

- Disparidades na distribuição de renda

- Prosperidade, diversidade e grau pelo qual uma economia é orientada para o mercado
- Competitividade e rentabilidade do setor privado não financeiro
- Eficiência do setor público
- Efetividade do setor financeiro na intermediação de recursos; disponibilidade de crédito
- Flexibilidade da mão-de-obra

Em uma economia de mercado, a probabilidade de governos adotarem políticas errôneas é menor. Isso decorre de processos descentralizados nas tomadas de decisões, do maior respeito aos interesses dos credores e dos direitos de propriedade amparados legalmente. Nesse quesito, os países que apresentam notas de *rating* mais baixas, podem significar empecilhos estruturais que afetem o crescimento, setores públicos ineficientes e pesados ou ainda, setores privados excessivamente alavancados. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

2.4.3 As Perspectivas de Crescimento Econômico

São duas as principais observações:

- Taxa e padrão do crescimento econômico
- Volume e composição da poupança e do investimento

Ao se avaliar a perspectiva de crescimento econômico, faz-se necessário atentar para duas categorias: países mais pobres e países estagnados. Isso é necessário, pois os países onde a distribuição de renda é justa e os padrões de vida estão em elevação, estão propensos a estar bem mais preparados para enfrentar choques econômicos e políticos inesperados. Portanto, nas categorias mais baixas de *rating*, a perspectiva de crescimento também é mais baixa, devido a fatores sujeitos a impedimentos estruturais; já nas categorias mais elevadas, as perspectivas de crescimento também são mais baixas, pois nesses casos, é o elevado grau de desenvolvimento que impede a tendência para altas taxas de crescimento. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

2.4.4 A Flexibilidade Fiscal

As variáveis são:

- Receita e despesa do governo central¹² e tendências de déficit/superávit
- Pontualidade, transparência e abrangência dos relatórios
- Eficácia / pressões sobre os gastos
- Flexibilidade de aumento de receita e sua eficácia
- Obrigações relativas a aposentadorias

No que se refere à qualidade de crédito dos governos soberanos, as tendências fiscais, os métodos de financiamento do déficit e seu impacto inflacionário são indicadores importantes. Nessa categoria, também se observa a flexibilidade que um governo detém para, caso necessário, se alterar receitas ou despesas. Os países que apresentam notas mais altas nessa categoria são capazes de promover fáceis ajustes em sua base tributária e em suas alíquotas sem que ocorram sérias dificuldades políticas, administrativas ou constitucionais. Os gastos são sempre previstos dentro do orçamento e atendem aos anseios básicos da população (saúde, educação, segurança, etc.), o que proporciona um crescimento de forma sustentada. Um ponto que desfavorece os governos soberanos nesse quesito se dá quando a flexibilidade de receita é restringida por uma já existente elevada carga tributária ou por dificuldades de arrecadação. Cabe salientar que obrigações relativas a aposentadorias nos países em que apresentam um rápido crescimento no envelhecimento da população, também exercem uma pressão fiscal relevante. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

2.4.5 A Carga da Dívida do Governo Geral

São quatro as principais questões:

- Parcela da dívida comprometida com juros

¹² O governo central corresponde ao conjunto formado pelos setores do governo nacional, estadual e municipal.

- Endividamento bruto e líquido (de ativos) do governo geral como porcentagem do PIB
- Profundidade e amplitude do mercado de capitais local
- Composição de cestas de moedas e perfil de vencimentos

Os governos possuem uma série de gastos e de investimentos que, geralmente, precisam ser financiados através de empréstimos, o que irá aumentar o endividamento. Muitas vezes os países possuem um alto nível de endividamento, mas que em contrapartida apresentam altos níveis de desenvolvimento e de capacidade de gerar receitas, que suportam esses níveis de endividamento. Em outros casos, podem existir governos soberanos com níveis de endividamento mais baixos, porém com serviço da dívida bastante elevado, e até insustentável. É por isso que analisar as finanças públicas se torna bastante difícil, onde os governos têm autonomia para emissão de moedas e poderes de tributação, o que lhes permitem administrar níveis de endividamento bastante variáveis. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

2.4.6 Os Passivos Contingenciais

As principais observações nesse quesito são:

- Robustez do setor Financeiro
- Porte e solidez das empresas não financeiras do setor público

Neste tópico a atenção é voltada exclusivamente para uma só palavra: contingência; desta forma, as agências analisam as duas principais causas desses gastos extras, ou fora do orçamento. Como a solidez de um sistema bancário é essencial para a estabilidade macroeconômica, a administração efetiva da demanda e para o crescimento econômico sustentado, caso ocorra um crise com o sistema bancário, provavelmente, o governo soberano será obrigado a auxiliá-lo e, portanto, se tornará uma obrigação contingencial. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

Outro ponto importante é o que se refere ao porte das empresas não financeiras, pois caso sejam formadas para promover políticas públicas, e gozem de

fraca rentabilidade e baixa base de capital, no caso de crises adversas, os governos tenderão a ajudá-las, ocasionando obrigações contingências. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

2.4.7 A Estabilidade Monetária

São cinco as principais questões a serem avaliadas:

- Expansão monetária e do crédito
- Compatibilidade do regime cambial com os objetivos monetários
- Comportamento dos preços nos ciclos econômicos
- Abrangência e eficiência das ferramentas de política monetária
- Fatores institucionais, como a independência do banco central

A inflação é um grande fator a ser considerado nas estimativas de *rating*. Isso decorre do fato dos grandes estragos ocasionados a economia, bem como a diminuição de um apoio popular a governos que não conseguem manter o índice de preços sobre controle. Nesse sentido, uma combinação de aumento de preços e de déficits e cargas de endividamento mais elevados, podem sugerir um aumento na inflação futura esperada. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

Geralmente países com notas de *rating* elevadas possuem níveis de inflação baixos mantidos por políticas monetárias e cambiais sustentáveis, oriundas de bancos centrais independentes. Nesses países, os mercados de capitais são transparentes e bem desenvolvidos, o que proporcionam uma maior flexibilidade monetária, uma vez que as obrigações em moeda local estão detidas por um grande número de investidores, diminuindo as chances de o governo soberano vir a inadimplir. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

2.4.8 A Liquidez Externa

Nesse quesito, as principais variáveis são:

- Estrutura das contas correntes

- Impacto das políticas monetária e fiscal sobre as contas externas
- Adequação das reservas
- Composição dos fluxos de capitais

O foco principal nessa categoria está no impacto da política econômica sobre o setor externo e suas características estruturais. No curto prazo, a capacidade de se administrar alguma pressão externa depende da estrutura das contas correntes e de capital. Vale salientar que na maioria dos casos as pressões na balança de pagamentos só atingem proporções de grande magnitude quando são originadas de políticas econômicas errôneas, e não simplesmente de forma espontânea ou apenas questões estruturais. Diante disso, o déficit em conta corrente de um país, o qual reflete o excesso de investimentos em relação à poupança, só se torna uma preocupação quando as políticas do governo resultam em uma estrutura de endividamento do setor público vulnerável às súbitas alterações na percepção dos investidores. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

Quando um governo passa por pressões sobre a balança de pagamentos, as reservas cambiais irão funcionar como um amortecedor financeiro, sendo necessária uma adequação desse nível de reservas com a necessidade bruta de financiamento externo. Em países com uma nota de *rating* mais elevada, geralmente possuem menores níveis de reservas, uma vez que, a liquidez internacional é mais crítica para países com notas mais baixas de classificação de risco. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

2.4.9 A Carga do Endividamento Externo do Setor Público e Privado

As principais variáveis analisadas são:

- Perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade a flutuações na taxa de juros
- Acesso a financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento
- Carga do serviço da dívida

- Endividamento externo bruto e líquido do setor privado e do setor público, incluindo depósitos e dívidas estruturadas, como porcentagem das receitas em conta corrente

O foco principal nesta categoria está nas tendências da posição da dívida externa do setor público, nas magnitudes dos passivos contingentes do governo e na adequação das reservas cambiais estrangeiras ao serviço da dívida em moeda estrangeira tanto do setor público quanto do setor privado. O endividamento externo do setor público inclui o endividamento direto e garantido do governo central, as obrigações dos governos regionais e locais e a dívida não garantida de outras entidades do setor público. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

A dívida do setor privado é examinada porque ela pode pressionar as reservas, e, em alguns casos, acabar se transformando em uma obrigação do estado. A dívida externa é também avaliada em termos de seu perfil de vencimentos, composição de moedas e sua sensibilidade às flutuações da taxa de juros. O serviço da dívida, que inclui os pagamentos de juros e de principal das dívidas de curto e longo prazos, é comparado aos recebimentos em conta corrente projetados. (STANDARD AND POOR'S, 2004)

2.5. GRAU DE INVESTIMENTOS E RISCO: AÇÕES CORRELATAS DE INFLAÇÃO E JUROS NO BRASIL

As considerações finais do estudo estão voltadas para a análise da situação atual e de tendências do grau de risco da economia brasileira. A expectativa favorável resulta do acréscimo nos investimentos externos, que favorecerá o crescimento econômico, considerando que a poupança interna é baixa e impotente de financiar os investimentos necessários ao crescimento sustentado do país. O crescimento acelerado e sustentado da China, por exemplo, tem como um dos elementos básicos uma taxa de poupança interna que se aproxima dos 40% do PIB. Para a economia brasileira sustentar o atual ritmo de crescimento, no patamar de 4% a 5% ao ano, será necessário investir algo equivalente a 22% do PIB, ou seja, precisará contar com parcela significativa de poupança vinda do exterior, na forma

de empréstimos e, principalmente, de investimentos de risco, de longo prazo (Furugem, 2008).

Uma forte preocupação que permeia a economia brasileira recai sobre as tendências de inflação e juros, considerando que o aumento de preços resulta na tomada de decisões monetárias, por parte do Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil e com vistas à elevação dos juros nominais. Nesse sentido Furugem (2008, p.06) afirma o seguinte:

O comportamento da inflação tem sido de alta em relação à meta de 4,5%, levando o BC a retomar o processo de alta da taxa Selic, desde a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) em abril. Essa tendência de alta dos juros deve ser mantida pelo BC até que a taxa da inflação sofra desaceleração e convirja para a meta, o que poderá demorar mais do que se imagina. Os juros de médio e longo prazo sofreram queda após o anúncio do grau de investimento, mas tendem a subir novamente se o aperto monetário tiver continuidade, como parece provável.

Ressalta-se, finalmente, que o grau de investimento obtido pelo Brasil (BBB-) representa apenas um primeiro passo em direção a melhores patamares no ranking de classificação de risco para investidores internacionais. Há, ainda, um longo caminho a ser percorrido. Na escala da Standard&Poor's (S&P) existem 22 categorias. No grupo Grau de Investimento, existem nove categorias acima de BBB-, a saber: BBB, BBB+ (México e Rússia), A-, A (China), A+ (Chile), AA-, AA (Japão), AA+ e AAA (Estados Unidos). Abaixo de BBB- existem 12 categorias, a saber: BB+ (Colômbia), BB, BB- (Venezuela), B+ (Argentina), B, B-, CCC+ (Líbano), CCC, CCC-, CC, C e D (situação de default). (Furugem, 2008).

3 METODOLOGIA

O presente capítulo descreve os procedimentos que caracterizam a forma de elaboração do estudo necessário à avaliação do processo de redução do grau de risco-soberano na economia brasileira. Tratando-se de texto monográfico, é necessária a adoção de metodologia de estudo acadêmico que possa evidenciar o caminho seguido durante o desenvolvimento da pesquisa, bem como apresentar os meios utilizados, para que os objetivos do trabalho possam ser alcançados.

3.1 O TIPO DE PESQUISA

Segundo as formas de estudo dos objetivos da pesquisa, este trabalho caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, que para Andrade (2002, p.19-20) ocorre sempre que o pesquisador não interfere nos fatos, onde os mesmos são apenas “observados, registrados, analisados, classificados e interpretados”. De fato, o objetivo maior deste trabalho não é a manipulação do objeto da pesquisa, mas sim, procurar descobrir as características, as relações ou até mesmo, as causas do tema estudado. (BARROS; LEHFELD, 1986)

Toda pesquisa implica no levantamento de informações de diversas fontes. Assim, as fontes utilizadas por este trabalho serão primordialmente a pesquisa bibliografia e as pesquisa documental, que são caracterizadas por Lakatos; Marconi (1991) como pesquisa de fonte indireta.

Segundo Vergara (1997, p.46), a pesquisa documental

é a realizada em documentos conservados no interior de órgãos públicos e privados de qualquer natureza, ou com pessoas, registros, anais, regulamentos, circulares, ofícios, memorandos, balancetes, comunicações informais, filmes, microfilmes, fotografias, *video-tape*, informações em disquete, diários, cartas pessoais e outros.

A característica básica de uma pesquisa documental é o uso de dados restritos a documentos feitos no momento em que ocorrem ou posteriormente.

Cervo; Bervian (1996, p.50) afirmam que o objetivo de análise é comparar e descrever “usos e costumes, tendências, diferenças e outras características.”

A pesquisa bibliográfica, apesar de muito próxima da pesquisa documental, difere quanto às fontes utilizadas, pois segundo Vergara (1997, p.46)

é o estudo sistematizado desenvolvido com base em matéria publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral. Fornece instrumental analítico para qualquer outro tipo de pesquisa, mas também pode esgotar-se em si mesma.

De uma maneira geral, a pesquisa bibliográfica tende a ser bem mais ampla do que a documental, uma vez que abrange toda a bibliografia tornada pública em relação ao tema estudado; também não se trata de uma simples repetição dos aspectos que já foram escritos, propiciando o exame sobre um determinado tema a partir de um novo enfoque, o que permitirá encontrar conclusões inovadoras. (LAKATOS; MARCONI, 1991)

3.2 UNIVERSO E AMOSTRA

Para Vergara (1997) o universo de uma pesquisa é caracterizado como uma população, no sentido de um conjunto de elementos que possuem características que serão alvos do estudo. Com isso, a pesquisa da qual se trata este trabalho, tem como universo o Brasil, uma vez que a mesma está voltada para a análise de classificação dos riscos de investimentos da economia como um todo. Como não foi realizado estudo de caso nem análise experimental, e sim estudo documental e bibliográfico, não é detalhado o plano amostral da pesquisa.

3.3 INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS

Conforme descrito no item 3.1, este trabalho far-se-á uso da pesquisa documental e bibliográfica para coletar as informações necessárias para sua análise. Desta maneira, buscar-se-á através dos órgãos oficiais, dos sites especializados, e

da imprensa de uma forma geral, os índices constantes de tabelas publicadas e divulgadas por relatórios e agências de classificação de risco.

3.4 TRATAMENTO PARA A ANÁLISE DOS DADOS

A análise dos dados dar-se-á de forma qualitativa, buscando relacionar os dados encontrados com a atual situação do Brasil, bem como apontar tendências de rumo em relação a possíveis mudanças nas classificações de risco do país.

As informações foram coletadas e metodologicamente organizadas de forma a permitir a análise histórica de classificação dos riscos dos investimentos do país, com o intuito de permitir a sua leitura evolutiva e, principalmente, orientar o diagnóstico atual e as perspectivas empresariais, no plano micro e macroeconômico.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

A avaliação do processo de redução do grau de risco-soberano da economia brasileira constitui o propósito principal do presente estudo, considerando a importância e relevância do tema no contexto atual do capitalismo financeiro e da economia do país. Esse objetivo foi desenvolvido mediante a análise da evolução do processo da classificação e respectivos indicadores dos riscos de investimentos, seguidos de reflexão de cenários micro e macroeconômicos possíveis com o avanço e melhoria da nota de risco-soberano da economia brasileira.

O presente capítulo descreve, de forma analítica e com o apoio de indicadores pesquisados, a evolução histórica e a situação atual do risco-soberano no Brasil, seguida de texto que mostra as perspectivas macro e microeconômicas decorrentes da expectativa de redução do risco de investimento da economia brasileira.

4.1 EVOLUÇÃO HISTÓRICA

Ao longo dos últimos anos, o Brasil vem passando por diversas e intensas transformações. Na realidade foi a partir da década de 90 que, segundo o Jornal americano Wall Street Journal¹, as reformas econômicas se iniciaram, cuja evolução resultaram na base de sustentação para a situação atual.

O ano de 1994 é referendado como o início de destaque do referido processo evolutivo, considerando que foi com o advento do Plano Real que o Brasil conseguiu obter estabilidade econômica e controle de preços. Como reflexo da adoção correta da política econômica, aliada a um maior grau da intensidade da democracia vivenciada no país, resultou no conjunto avaliado por todas as agências de classificação de risco: a estabilidade político-econômica. (UOL ECONOMIA, 2008)

¹ Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u397547.shtml>

É bem verdade que durante todo esse período de tempo o país passou por alguns percalços. Primeiramente ocorreu uma série de sucessivas crises em diversos países do mundo, a saber: a crise do México, a crise dos Tigres Asiáticos, a crise da Rússia, a crise do Brasil e a crise Argentina. Em um segundo momento, no ano de 2001, aconteceram os atentados terroristas nos E.U.A, que também tornaram os mercados instáveis. Para finalizar esse ciclo de influências, as eleições presidenciais de 2002, que passou o governo brasileiro para uma gestão de um partido até o momento visto como de esquerda, gerou fortes turbulências no mercado brasileiro².

A partir de 2002, houve uma mudança no cenário da economia mundial. Crises que marcaram a década passada e o início do século XXI foram substituídas por momentos de expansão econômica, ocasionadas pela redução de juros, ampliação de crédito e geração de excedentes na balança comercial dos países emergentes. Essa série de fatores fez com que, a partir desse ano, a balança comercial e o balanço de pagamentos registrassem superávits e liquidez, cujos saldos de divisas e expressivos resultados comerciais tornassem-se a característica-chave do atual momento econômico mundial (Lourenço, 2007).

É dentro desse contexto que o Brasil está inserido. Entre os anos de 1999 e 2002 ocorreu uma forte desvalorização do Real, o que culminou em um aquecimento das vendas externas desse país. Aliado a este movimento, ocorreu uma modernização das linhas de produção, impulsionados pelo aumento substancial dos preços e do consumo das *commodities*, bem como da diversificação de mercados, o que acarretou em redução da vulnerabilidade externa e das pressões inflacionárias, por meio de um acúmulo das reservas de divisas internacionais. (LOURENÇO, 2007)

Ainda segundo Lourenço (2007), a partir de 2006 houve um crescimento do poder aquisitivo dos salários, a recuperação do emprego, a revitalização do crédito, que juntos favoreceram para o fortalecimento da demanda interna. Em conjunto com esses fatores, o dólar passou por um processo de depreciação mundial, fenômeno esse potencializado no Brasil, devido à entrada de grandes volumes de recursos externos, aos altos juros praticados nesse país, ao enorme

² Disponível em: http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL269560-9356,00-CRISES+FINANCEIRAS+AS+LICOES+DA+HISTORIA.html

saldo comercial impulsionado pelo alto preço das *commodities* e pelos sucessivos superávits em transações correntes.

Obviamente que, na medida em que a economia mundial e, em particular a economia brasileira, passaram a apresentar indicadores macroeconômicos mais favoráveis, as agências de classificação de risco também passaram a captar essas informações e, conseqüentemente, emitir seus pareceres em relação à capacidade de pagamento dos governos soberanos.

A tabela 02 apresenta a evolução da classificação de risco soberano do Brasil.

Tabela 02 – Histórico do *Rating* Soberano do Brasil

DATA	IDR (Issuer Default Rating - Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) em Moeda Estrangeira (ME)		IDR (Issuer Default Rating - Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) em Moeda Local (ML).	
	LONGO PRAZO	PERSPECTIVA	LONGO PRAZO	PERSPECTIVA
29 mai 2008	BBB-	Estável	BBB-	Estável
10 mai 2007	BB+	Estável	BB+	Estável
05 fev 2007	BB	Positiva	BB	Positiva
28 jun 2006	BB	Estável	BB	Estável
11 out 2005	BB-	Positiva	BB-	Positiva
28 set 2004	BB-	Estável	BB-	Estável
06 Nov 2003	B+	Estável	B+	Estável
03 jun 2003	B	Positiva	B	Positiva
10 mar 2003	B	Estável	B	Estável
21 out 2002	B	Negativa	B	Negativa
01 ago 2002	B+	Em observação (para baixo)	B+	Em observação (para baixo)
20 jun 2002	B+	Negativa	B+	Negativa
17 jul2001	BB-	Negativa	B+	Negativa
21 set 2001	BB-	Positiva	B+	Estável
19 mai 2000	BB-		B+	
22 fev 2000	B+		B+	
26 jan 1999	B		B	
03 dez 1997	B+		BB-	
26 out 1995	B+		--	
01 dez 2004	B+		--	

FONTE: Adaptado do site da agência Fitch (2008).

Como se pode observar, no dia 21 de outubro de 2002, a agência Fitch revisou para baixo a classificação de risco soberano brasileiro, saindo de uma nota B+ para uma nota B. Esse período refletia a turbulência vivenciada no país devido ao processo eleitoral e só retornou ao patamar anterior em 06 de novembro de 2003.

Também se percebe que tanto a dívida emitida em moeda local quanto à dívida emitida em moeda estrangeira possuem, na grande maioria dos casos, uma equivalência de *rating*, principalmente a partir de 2002. Um outro ponto que merece destaque é a observação de que a perspectiva da nota de risco reflete as mudanças posteriores divulgadas pelas agências. Mostra a tabela que a nota atual dos papéis brasileiros é BBB-, tendo sido revisada no dia 29 de maio de 2008. Essa nota coloca o Brasil na categoria denominada de grau de investimento.

4.2 A SITUAÇÃO ATUAL

Quando se menciona a nota de risco soberano é importante comparar a situação atual de um país com os demais países avaliados constantemente pelas agências. Nesse sentido, a tabela 03 disponibiliza a nota atual de classificação de risco do Brasil, bem como de alguns outros países divulgados pela agência Fitch (2008):

Tabela 03 – Rating Soberano dos Países

PAÍS	ÚLTIMA ALTERAÇÃO	IDR (Issuer Default Rating - Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) em Moeda Estrangeira (ME)		IDR (Issuer Default Rating - Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor) em Moeda Local (ML).	
		LONGO PRAZO	PERSPECTIVA	LONGO PRAZO	PERSPECTIVA
África do Sul	25 jul 2007	BBB+	Positiva	A	Positiva
Alemanha	21 set 2000	AAA	Estável	AAA	Estável
Argentina	01 ago 2006	RD		B	Estável
Austrália	03 fev 2003	AA+	Estável	AAA	Estável
Bolívia	27 jul 2007	B-	Estável	B-	Estável
Brasil	29 maio 2008	BBB-	Estável	BBB-	Estável
Chile	15 maio 2007	A	Positiva	A+	Positiva
China	06 nov 2007	A+	Estável	AA-	Estável
Colômbia	21 jun 2007	BB+	Estável	BBB-	Estável
Estados Unidos	21 set 2000	AAA	Estável	AAA	Estável
França	21 set 2000	AAA	Estável	AAA	Estável
Índia	01 ago 2006	BBB-	Estável	BBB-	Estável
Irã	24 abr 2006	B+	Estável	B+	Estável
Israel	11 fev 2008	A	Estável	A+	Estável

Itália	19 out 2006	AA-	Estável	AA-	Estável
Japão	09 mai 2005	AA	Estável	AA-	Estável
México	19 set 2007	BBB+	Estável	A-	Estável
Peru	02 abr 2008	BBB-	Estável	BBB	Estável
Portugal	01 mai 2007	AA	Estável	AA	Estável
Reino Unido	21 set 2000	AAA	Estável	AAA	Estável
Rússia	25 jul 2006	BBB+	Estável	BBB+	Estável
Taiwan	19 nov 2001	A+	Estável	AA	Estável
Uruguai	27 jul 2007	BB-	Estável	BB	Estável
Venezuela	18 out 2007	BB-	Negativa	BB-	Negativa
Vietnã	19 mai 2008	BB-	Negativa	BB	Negativa

FONTE: Adaptado do site da agência Fitch (2008).

Nesta tabela é inevitável a comparação do Brasil com dois grupos distintos: os dos países desenvolvidos e os dos países em desenvolvimento. Nota-se que, enquanto a nota de risco do governo brasileiro permeia o nível mais baixo da categoria grau de investimento (BBB-), a maioria dos países de “primeiro mundo” encontra-se com suas notas no nível mais alto, ou seja, a nota AAA. Esse é o exemplo de países como Estados Unidos, França e Reino Unido, muitas vezes vistos pelo mercado como de risco quase nulo.

Quando se compara a nota brasileira com a nota dos principais países emergentes, percebe-se forte discrepância com alguns desses países. Nota-se que mesmo estando em situação de grau de investimento, o Brasil ainda está bem abaixo de países como Chile, China, Rússia, Índia e México, que também fazem parte desse grupo. Para que se possa compreender os motivos pelos quais existe essa diferença, faz-se necessária uma avaliação dos determinantes macroeconômicos avaliados pelas agências de classificação de risco.

A agência Fitch não foi a única a elevar o Brasil à condição de *investment grade*; aliás foi a segunda, pois a primeira agência que o fez foi a Standard and Poor's. No dia 30 de abril, portanto um mês antes, a S&P elevou o Brasil à condição de país considerado de investimento seguro (nota BBB-); como de costume, emitiu uma nota com seu parecer, com os motivos pelo quais tomou esta decisão; bem como as perspectivas para o Brasil. Em seu comunicado, a Standard and Poor's (2008)³ enfatiza a melhora da situação fiscal, a redução da dívida externa e a melhora na tendência de crescimento, para explicar porque o país se tornou o 14º

³ Disponível em:

<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article/2,1,8,0,1204835719295.html>

governo soberano a ter a sua dívida em moeda estrangeira elevada para a categoria de grau de investimento.

Segundo esse mesmo comunicado, a agência explicita os principais pontos macroeconômicos que fizeram com que o Brasil tivesse a sua nota de *rating* elevada. São eles:

- Um histórico de continuidade sob um regime de metas de inflação e câmbio flutuante;
- Uma dívida externa líquida abaixo de 10% da CAR (recursos em conta corrente, correspondentes aos recursos das exportações de produtos e serviços, além da renda de investimentos e as transferências recebidas de não residentes);
- O perfil da dívida do governo em linha com os demais governos nas categorias mais baixas de grau de investimento.

De fato, uma continuidade, ou seja, uma previsibilidade maior das condições político-econômicas de um país remetem à redução do grau de risco. As agências dedicam bastante atenção a esse fato, pois buscam prever com a maior probabilidade de acerto possível, considerando que a situação do país está sendo levado de acordo com suas decisões presentes (STANDARD AND POOR'S, 2004).

Decorre daí a importância de um banco central autônomo (operacionalmente independente do governo brasileiro), pois dessa forma, o mesmo possui a liberdade de manter suas políticas monetárias e cambiais de uma maneira sustentada ao longo do tempo, não sofrendo interferências políticas que possam pressioná-lo a seguir caminhos não bem vistos pelas agências⁴.

A dívida externa brasileira, um outro ponto destacado pela agência, vem caindo significativamente nos últimos anos, estando projetada para o biênio 2008-2009 entre 3 a 10% do CAR que se alinha aos países com a mesma nota de risco de crédito do governo brasileiro.

Segundo o boletim emitido pelo Banco Central (*apud* Ribeiro, 2008)

"[A dívida líquida externa] passou de US\$ 165,2 bilhões, ao final de 2003, para US\$ 4,3 bilhões, estimativa em 2007. No primeiro mês de 2008, já se estima que esse montante se tornará negativo em mais de US\$ 4 bilhões, significando que,

⁴ O presidente do Banco Central do Brasil, Henrique Meirelles, afirma que além do regime de câmbio flutuante e das metas de inflação, o superávit primário também contribuiu para elevação do Brasil a categoria de *investment grade*. (CUCOLO, 2008)

em termos líquidos, o país passou a credor externo⁵, fato inédito em nossa história econômica”.

Aliado a isso o investimento externo direto alcançou o montante recorde em 2007 de US\$ 34,6 bilhões, e manteve previsões fortes para o ano de 2008.⁶

A Standard and Poor's (2008) apresenta o perfil da dívida brasileira e afirma que a mesma está próxima de se alinhar ao mesmo nível dos demais países que também se encontram nas categorias mais baixas do *investment grade*. Segundo a agência, a dívida se apresenta da seguinte forma: 90% da dívida é em moeda local, sendo 36% com taxas pré-fixadas e 26% com taxas indexadas à inflação; o prazo médio de pagamentos é de 5,38 anos, sendo que a dívida em moeda local possui prazo médio de 4,76 anos e a dívida em moeda estrangeira com prazo médio de 12,5 anos para pagamento.

Em contraponto aos pontos favoráveis, que pesaram na elevação da nota de risco de crédito do governo soberano brasileiro, a Standard and Poor's (2008) também aponta os pontos nos quais este país ainda apresenta vulnerabilidade e, portanto, precisa de uma atenção redobrada. São eles:

- Alto nível de despesas correntes e de inflexibilidade orçamentária;
- Barreiras estruturais que mantêm o crescimento e os investimentos abaixo do nível médio de outras economias emergentes;
- Elevada carga de dívida e de juros.

No que se refere ao primeiro ponto, segundo matéria publicada na BBC Brasil (2008) ⁷, o gasto público do governo brasileiro permeia nos últimos anos por volta de 20% do PIB, enquanto que em países como a Argentina, México e Chile, esse índice fica em torno de menos de 14%. Aliado a isso, esse mesmo governo vem implementando medidas que provavelmente irá aumentar os gastos com sua folha de pagamento e com o sistema público de previdência. Por si só, esses fatos já são bastante preocupantes, mas a agência ainda destaca o fato do Brasil possuir uma inflexibilidade orçamentária; ou seja, o país já possui uma elevada carga tributária, o que acaba por não permitir uma possível elevação dos impostos em caso de uma necessidade maior de arrecadação.

⁵ “Isso significa que as reservas cambiais, somadas aos créditos privados no exterior, haviam superado a dívida externa pública e privada”. (EPAMINONDAS NETO, 2008) Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u397316.shtml>

⁶ Disponível em: <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article/2,1,8,0,1204835719295.html>

⁷ Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u393009.shtml>

Em relação ao segundo ponto, a agência se mostra preocupada, pois embora o Brasil ao longo dos últimos cinco anos tenha, através de políticas macroeconômicas pragmáticas, fortalecido a base para um crescimento sustentável do PIB na ordem de 4 a 4,5%⁸, o país vem apresentando um mercado consumidor mais amplo e fortalecido por uma maior formalização do trabalho, que irá necessitar de maiores investimentos para se manter no longo prazo⁹. (STANDARD AND POOR'S, 2008)

De todos os pontos fracos apresentados pela agência, o que se refere à dívida pública brasileira é, sem dúvida, o que merece maior ênfase. É sabido que a dívida pública vem sofrendo reduções nos últimos anos, tanto que segundo Lához (2008), no ano de 2002 chegava a corresponder a 57% do PIB brasileiro e atualmente corresponde a pouco mais de 40% do PIB. Apesar dessa queda, o fato é que a mediana para países que possuem a nota BBB pela agência S&P é de cerca de 20% do PIB do país. O que levou a agência a elevar o Brasil à categoria de *investment grade*, apesar dessa grande diferença, foi, segundo Lisa Schineller¹⁰, em matéria publicada pelo jornal Tribuna do Norte (2008), "o maior grau de confiança na capacidade e disposição do governo de reduzir esta dívida".

Diferentemente da opinião tratada pela S&P, uma outra agência de classificação de risco de crédito, a Moody's, relatou a dívida pública brasileira como a principal razão para não ter elevado a nota brasileira, mantendo assim, o país ainda na categoria de grau especulativo. Segundo o jornal Folha de São Paulo (2008)¹¹, a agência afirmou que os parâmetros da dívida brasileira estão fora de linha inclusive com países que não estão na categoria de grau de investimento. Portanto, segundo a análise supracitada, para que pudesse elevar essa nota, seria necessário fatores que pudessem compensar esses riscos associados ao débito governamental, fato esse que não ocorre.

De uma maneira geral, o relatório emitido pela agência Fitch, o qual descreveu com riqueza de dados, e o que favoreceu a sua análise, a redução da

⁸ Mesmo com o crescimento sendo considerado razoável pela Standard and Poor's, cabe salientar que o Brasil é o país que menos cresce dentro do chamado BRIC (grupo formado por Brasil, Rússia, Índia e China). Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u397823.shtml>

⁹ Atualmente, os investimentos no Brasil correspondem por 17,9% do PIB. Disponível em: <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article/2,1,8,0,1204835719295.html>

¹⁰ Lisa Schineller é a diretora para *ratings* soberanos da agência de classificação de risco Standard and Poor's. Disponível em: <http://tribunadonorte.com.br/74500.html>

¹¹ Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u399072.shtml>

nota de risco do Brasil, bem como os motivos que levaram a tal decisão, cujo relatório é semelhante ao emitido pela S&P. Uma informação que vale ressaltar é que a Fitch observou a disciplina fiscal do governo brasileiro, no momento em que o congresso nacional decidiu extinguir a CPMF, o que fez deixar de arrecadar cerca de R\$ 45 milhões, o que representa 1,5% do PIB em receitas, e que são referentes à arrecadação de CPMF (um imposto sobre as movimentações financeiras). Mesmo nesse caso, segundo a agência, o governo manteve a meta de superávit primário em 3,8% do PIB¹².

Segundo a agência de notícias Reuters (2008)¹³, o diretor do FMI para o hemisfério ocidental, Anop Singh, afirma que essa ascensão do Brasil à categoria de grau de investimento, cria cenários para que o governo aprofunde reformas, o que se faz necessário para dar uma continuidade nesse processo de elevação da nota de risco. Ele ainda afirmou que essa ascensão demonstrou a confiança dos investidores nas políticas econômicas do governo. Cabe lembrar que mesmo diante de perspectivas tão promissoras, o Brasil foi o último país do grupo de países emergentes no *ranking* do capitalismo contemporâneo e identificado por BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China) a obter a chancela de *investment grade* (ALBUQUERQUE, 2008).

4.3 AS PERSPECTIVAS PARA O BRASIL

A introdução do presente estudo descreve que, dentre os objetivos específicos a serem pesquisados, destaca-se a necessidade de formulação de cenários micro e macroeconômicos dos investimentos privados no Brasil. Partindo do pressuposto que o risco solidário manterá o seu percurso em processo de redução, ao longo do tempo, estar entre o seleto grupo considerado como investimento seguro, por parte das agências de classificação de risco é, sem sombra de dúvida, primordial para uma maior sustentabilidade e dinamismo da economia

¹² Disponível em: http://www.fitchratings.com.br/Press/press_release_detail.asp?prre=982

¹³ Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u397675.shtml>

brasileira. Em tal situação, o país estará inserido dentro das possíveis opções de destinação de recursos por parte dos mais diversos investidores internacionais.

Segundo Lahóz (2008), os grandes fundos de pensão possuem cerca de 25 trilhões de dólares para investir, e conseqüentemente, alguma parte dessa quantia virá para o Brasil, pois esses grandes investidores possuem restrições estatutárias que os impedem de investir em países que não são considerados pelas agências como *investment grade*, caso contrário ao patamar atual do governo brasileiro.

Um outro ponto favorável ao Brasil por estar inserido nesta categoria de risco de crédito, é a redução do custo de capital, a redução do custo de financiamento da dívida pública, e estimular o investimento e uma maior solidez nas contas fiscais do Brasil, segundo afirma Bernard Appy, secretário de política econômica do ministério da fazenda. Ele ainda lembra que o aumento da entrada de dólares no país será compensado por medidas que garantam a competitividade das empresas brasileiras. (CUCOLO, 2008)¹⁴

Sabe-se que o Brasil ainda tem um longo caminho a percorrer, já que está na categoria mais baixa de grau de investimento, e à medida em que for subindo nessa escala, mais benefícios oriundos de uma redução do risco de crédito também o acompanhará. A grande questão é saber que medidas o país precisará adotar para que se torne cada vez mais um país seguro para os investimentos internacionais.

A Standard and Poor's já se posicionou quanto às medidas necessárias que devem ser tomadas pelo governo brasileiro para que a nota de risco de crédito do país possa ter um novo *upgrade*. Segundo o site Folha on Line (2008)¹⁵, a agência enfatiza a necessidade de um maior aperto fiscal, bem como um maior crescimento econômico, para que esse objetivo possa ser alcançado.

No tocante ao crescimento econômico gerado pelo comércio exterior, Suzuki Jr. (2007) afirma que o crescimento brasileiro registrado nos últimos anos e influenciados pela elevação dos preços de *commodities*, está por se desacelerar, uma vez que o país vem aumentando significativamente o valor das suas importações. Afirma ainda o autor que, de maneira bem mais moderada, esse agregado econômico também influenciará no valor de suas exportações. Com isso,

¹⁴ Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u399048.shtml>

¹⁵ Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u397923.shtml>

deverá haver quedas no saldo da balança comercial brasileira, onde o Banco Central do Brasil projeta para o ano de 2008, uma retração de 16,1% da balança comercial do ano anterior.

O autor ainda afirma que, dessa forma, a expectativa é de que não ocorram alterações na política cambial, considerando que as gerações dos superávits da balança comercial serão insuficientes para se fechar um balanço de pagamentos equilibrado, com saldo de divisas e liquidez no médio e longo prazo. Entretanto, alguns investidores acreditam que o Brasil possui hoje uma maior diversificação de produtos para exportação, e que o mercado mundial demanda uma série de outros produtos, não somente as *commodities*¹⁶.

O crescimento econômico, gerado pela demanda doméstica, também é preocupante, pois, segundo Lourenço (2007, p.04), existe uma ausência de sintonia entre o consumo e o investimento, o que poderá levar a uma utilização das folgas cambiais para uma modernização das plantas industriais, pois corre-se o risco de haver “apagões logísticos”. Ele ainda lembra que a reativação do nível de emprego e renda vem ocorrendo de forma moderada, o que poderá ocasionar uma exaustão da capacidade de endividamento da população em geral.

A agência Fitch anunciou que além dos pontos já abordados pela S&P, o Brasil precisará lidar com o seu alto endividamento em suas finanças públicas, bem como reformas estruturais necessárias, para que se possa avançar mais um degrau em sua classificação de grau de investimento.(ALBUQUERQUE, 2008)¹⁷ Nesse sentido, o jornal Tribuna do Norte¹⁸ diz que John Briscoe, diretor do Banco Mundial para o Brasil, destaca a reforma tributária como primordial, pois, além da complexidade, a carga tributária no Brasil corresponde a 40% do PIB, enquanto que em países concorrentes, chega a somente 20% do PIB.

O endividamento do setor público, ponto observado por todas as agências internacionais, corresponde ao maior entrave para possíveis elevações na nota de risco de crédito do governo brasileiro. Lourenço (2007) afirma que, nos últimos 20 anos, os gastos públicos e as políticas sociais aumentaram de 3% para 21% das receitas do governo; ao passo que os investimentos públicos em infra-estrutura (necessários para sustentar de forma contínua, sucessivos índices de crescimento

¹⁶ Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u397547.shtml>

¹⁷ Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u407078.shtml>

¹⁸ Disponível em: <http://tribunadonorte.com.br/75120.html>

econômico), declinaram de 3% para menos de 1% do PIB brasileiro¹⁹, mesmo com sucessivos aumentos de arrecadação.

Dessa maneira, Lahóz (2008), diz que Lisa Schineller, da agência S&P, aponta como fundamental para o Brasil, a redução no tamanho e na rigidez dos gastos públicos, pois assim, a posição fiscal do governo brasileiro será fortalecida e haverá reduções significativas nas taxas de juros, com implicações positivas para o investimento e, conseqüentemente o crescimento econômico, e um declínio mais acentuado nos encargos da dívida pública do país²⁰.

No próprio comunicado da Standard and Poor's (2008), é enfatizado a necessidade de se reduzir o "custo Brasil", alcançado através da redução e simplificação da carga tributária (oriunda da grande necessidade de financiamento das despesas correntes do governo, e do já alto nível de endividamento público), através de uma maior flexibilização no mercado de trabalho, da redução das tarifas de importação, e da facilitação para o investimento privado em energia e infraestrutura²¹.

Com essas ressalvas, as agências de classificação de risco deixam clara a posição que o governo brasileiro deve adotar, se almeja continuar subindo na escala de grau de investimento. Isso acontece, pois na posição atual que se encontra o Brasil (nota BBB-, a mais baixa dentro da categoria), significa que os credores ainda podem vir a ser atingidos, caso ocorram mudanças externas. Cabe salientar que vários países já foram elevados ao grau de investimento e depois perderam essa chancela, caso recente do Uruguai em 2002. (BBC BRASIL, 2008)²².

Deve-se ressaltar, por fim que, na descrição de cenários especulativos, é relevante a condução da política econômica nacional, principalmente no que se refere à administração de preços e à inflação. Isto porque a economia nacional é rigorosamente monetarista, o que implica na condução da taxa de juros básica. O Banco Central do Brasil, através do COPOM (Conselho de Política Monetária) define

¹⁹ Lourenço (2007) ainda afirma que os investimentos públicos em infra-estrutura dos governos de alguns países emergentes, estão bem acima do governo brasileiro em proporção ao PIB. Exemplos: Tailândia (7,7%), Coréia (5,4%), Turquia (4,6%) e México (3,8%).

²⁰ Disponível em: <http://portalexame.abril.uol.com.br/financas/m0158414.html>

²¹ Disponível em:

<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article/2,1,8,0,1204835719295.html>

²² Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u399340.shtml>

a taxa básica de juros (taxa Selic) em função da condução da inflação e acompanhada pelo IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo).

Espera-se que a inflação seja mantida em controle, o que contribui para a manutenção da taxa básica de juros estável. Esse fato reflete-se em indicador de investimento privado, quando as empresas deverão manter seus fluxos de investimentos em capital fixo. Logo, mantendo-se a inflação nos níveis previstos, deve-se esperar que a taxa selic de juros seja contida e os investimentos privados deverão manter-se elevado. Tal fato deverá contribuir para o crescimento dos investimentos privados e do crescimento econômico, gerando empregos e rendas para a economia nacional.

5 CONCLUSÃO

A análise de investimento privado vem apresentando situações e indicadores que orientam os empresários e gestores privados, sob os diversos aspectos relacionados ao mercado financeiro e, principalmente, na tomada de decisões de aplicação de recursos que maximizem o lucro. Nesse contexto, destaca-se o “*risco soberano*”, em que o principal objetivo das agências internacionais de classificação de risco é auxiliar os investidores nas tomadas de decisões. Sabe-se que, no momento atual, existe um grande portfólio apresentado pelo mercado, o que abre um leque amplo de possibilidades de investimentos.

Um dos investimentos avaliados pelas diversas agências é o risco-soberano, um risco medido de governos centrais soberanos. Nessa medida de risco, procura-se enfatizar as diferenças entre os países, bem como as medidas tomadas na atualidade pelos seus responsáveis, de maneira a evidenciar aos possíveis caminhos futuros aos quais os países serão levados.

Conclui-se no presente estudo que existem três grandes e influentes agências de classificação de risco de crédito, a saber: Standard and Poor’s, Fitch e Moody’s. Essas agências buscam avaliar principalmente as políticas macroeconômicas adotadas pelas nações, entre elas: o risco político, a renda e a estrutura econômica, as perspectivas de crescimento, a flexibilidade fiscal, a carga da dívida do governo geral, entre outros.

Ao avaliar tais aspectos, essas empresas chegam a um denominador comum sobre o futuro da economia de um determinado país, o que irá influenciar diretamente no que se refere aos investimentos em seus títulos de dívida. Dentro desse segmento, os países podem ser classificados como de grau especulativo, o que denota um maior risco para os investidores e, por sua vez, conclui-se que, nesse nível de classificação, ocorre a necessidade de um prêmio maior de risco; e a categoria de grau de investimento, cuja categoria é inversa à condição anterior, e em que o Brasil está classificado na atualidade, por parte de duas agências: S&P e Fitch.

Ao ser elevado a esta categoria, por pelo menos duas agências, o Brasil vira alvo de possíveis investidores internacionais, os quais possuem fundos monetários de grandes magnitudes, e que são proibidos estatutariamente de serem alocados

em países que não possuem essa chancela. Dessa forma, o Brasil precisa zelar pela posição atual, uma vez que investimentos estrangeiros são necessários para garantir uma sustentabilidade ao crescimento econômico do país.

O momento de estabilização política e econômica, ocorrido no Brasil durante os últimos vinte anos, garantiram, segundo as agências, a redução gradativa na nota de risco de crédito do governo brasileiro. Nesse período, o país vem apresentando ao mundo um exemplo de democracia, onde mesmo em situações de alternâncias de poder, o Brasil vem ultrapassando esse processo com relativa calma, onde vigora a manutenção de uma política fiscal austera, de forma a permitir a continuidade e a sustentabilidade da política econômica apresentada pelos diversos governos (BBC BRASIL, 2008) ¹.

O presente estudo descreve que durante os últimos quinze anos, o país enfrentou diversas crises de liquidez e de desconfiança dos investidores internacionais, sendo que mesmo nessas situações, o governo através de uma autonomia operacional do banco central, procurou manter um histórico de continuidade em suas políticas econômicas, sob um regime de metas de inflação, o que propiciou a manutenção da estabilidade da economia nacional. Ao se passar para um estado de crescimento econômico mundial, o país demonstrou sua força, através da sustentabilidade de um crescimento econômico, proporcionado por um aumento significativo da renda nacional, bem como de suas exportações, o que favoreceu a balança comercial do governo brasileiro.

Mesmo diante de tantos pontos favoráveis, é sabido que o Brasil ainda tem um longo caminho a percorrer. Mesmo estando colocado dentro da categoria de grau de investimento, o país está na posição mais baixa deste segmento, onde ainda se evidencia potencial de risco para com os investidores. Essa situação se torna ainda mais desfavorável, pois o fato de um país ter tido sua nota de risco de crédito elevada, não significa que, em caso de mudanças quanto à sua condução das políticas econômicas, as agências de classificação de risco de crédito possam apresentar um *downgrade* da nota do país, como já ficou verificado em diversas situações com vários países.

Nesse sentido, as agências são convergentes quanto às medidas que precisam ser adotadas pelo Brasil, caso almeje consecutivos *upgrades* da sua nota

¹ Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u397547.shtml>

de risco de crédito. Ambas apresentam como principal entrave presente na economia brasileira, o alto grau de endividamento do setor público, onde permanece fora de linha, com os padrões dos demais países que estão dentro desta categoria de *rating*, e muitas vezes, diverge também de países que possuem notas de *rating* mais baixas que a do Brasil.

Outro ponto colocado em questão por parte das agências, refere-se ao fato da necessidade de reformas estruturais, principalmente as reformas tributária, previdenciária e trabalhista, pois só assim o Brasil conseguirá reduzir o seu nível de endividamento, através da redução do gasto público em despesas correntes (que é extremamente elevado no país), o que possibilitará a diminuição da carga tributária paga pelos empresários brasileiros, desonerando o preço de seus produtos e se tornando assim, um país mais competitivo no mercado internacional.

Dessa forma, a redução da nota de risco de crédito-soberano do governo brasileiro, vai proporcionar ao país um forte fluxo positivo de investimentos estrangeiros, que poderá vir a financiar as empresas brasileiras, a um custo inferior ao que se paga na atualidade. Cabe lembrar que esse financiamento, a custo menor, irá possibilitar a expansão dos diversos segmentos da economia, garantindo assim, a sustentabilidade do crescimento econômico nacional. Analisando por outra ponta, esse maior fluxo de divisas também irá contribuir para manter a estabilidade da moeda brasileira, o que afeta diretamente e de forma positiva, no controle da inflação, garantindo uma estabilidade econômica dos preços.

Cabe ao Brasil, a partir de agora, implementar as mudanças propostas pelas agências, como forma de continuar avançando nessa redução de risco de crédito, onde só com a manutenção das políticas econômicas pragmáticas e das implementações das reformas necessárias, é que o país continuará sendo visto pelos investidores internacionais, como um local seguro e confiável para se investir.

Sob a ótica da gestão empresarial, é importante ressaltar a preocupação dos analistas e gestores das empresas com os indicadores microeconômicos, tais como preços e juros, os quais podem contribuir para a manutenção do equilíbrio; podem também influenciar o desequilíbrio interno e cuja situação poderá comprometer o grau de risco dos investimentos, no cenário internacional.

Conforme afirmação anterior, a avaliação do processo de redução do grau de risco-soberano da economia brasileira constitui o propósito principal do presente estudo, considerando a importância e relevância do tema no contexto atual do

capitalismo financeiro e da economia do país. Esse objetivo foi desenvolvido mediante a análise da evolução do processo da classificação e respectivos indicadores dos riscos de investimentos, seguidos de reflexão de cenários micro e macroeconômicos possíveis com o avanço e melhoria da nota de risco-soberano da economia brasileira.

Os analistas devem ficar atentos às decisões do Conselho de Política Monetária do Banco Central, no que se refere à taxa selic de juros; bem como no acompanhamento da inflação brasileira. O estudo conclui que tais indicadores refletem-se no investimento privado, quando as empresas deverão manter seus fluxos de investimentos em capital fixo. Logo, mantendo-se a inflação nos níveis previstos, deve-se esperar que a taxa selic de juros seja contida e os investimentos privados continuem estimulados. Tal fato deverá contribuir para o crescimento dos investimentos privados e do crescimento econômico, gerando empregos e rendas para a economia nacional.

REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, Vinícius. **Brasil foi último BRIC a receber grau de investimento**. São Paulo, abr. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u397376.shtml>>. Acesso em: 05 maio 2008.

ALBUQUERQUE, Vinícius. **Brasil precisa de reformas e dívida menor para nova classificação**. São Paulo, maio 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u407078.shtml>>. Acesso em: 30 maio 2008.

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como Preparar Trabalhos para Cursos de Pós-Graduação**: noções práticas. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BARROS, Aidil Jesus Paes de; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. **Fundamentos de Metodologia Científica**: um guia para a iniciação científica. São Paulo: McGraw-Hill, 1986.

BBC BRASIL. **Crises financeiras**: as lições da história. São Paulo, 2008. Disponível em: <http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL269560-9356,00-CRISES+FINANCEIRAS+AS+LICOES+DA+HISTORIA.html>. Acesso em: 10 maio 2008.

BBC BRASIL. **Economia brasileira vive "tempos de Carnaval", diz jornal**. São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u397823.shtml>>. Acesso em: 05 maio 2008.

BBC BRASIL. **Grau de investimento endossa mudanças no Brasil**. São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u397547.shtml>>. Acesso em: 05 maio 2008.

BBC BRASIL. **Grau de investimento não é certificado de desenvolvimento**. São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u399340.shtml>>. Acesso em: 10 maio 2008.

BBC BRASIL. **Jornal vê dívida como ameaça ao grau de investimento brasileiro.** São Paulo, 2008. Disponível em:
<<http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u393009.shtml>>. Acesso em: 05 maio 2008.

BHATIA, A. **Sovereign credit ratings methodology.** Washington: Fundo Monetário Internacional, out. 2002 (IMF Working Paper n. 02/170). Disponível em:
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2008.

CANUTO, Otaviano; SANTOS, Pablo Fonseca P. dos. **Risco-soberano e prêmios de risco em economias emergentes.** Brasília: Ministério da Fazenda, Secretaria de Assuntos Internacionais, out. 2003. Disponível em:
<http://www.fazenda.gov.br/sain/download/temas_economia_1.pdf>. Acesso em: 09 maio 2008.

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia Científica.** 4.ed. São Paulo: Makron Books, 1996.

CUCOLO, Eduardo. **Entrada de dólares após grau de investimento não será problema.** São Paulo, maio 2008. Disponível em:
<<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u399048.shtml>>. Acesso: 06 maio 2008.

CUCOLO, Eduardo. **Meirelles diz que grau de investimento reflete persistência do governo.** São Paulo, 2008. Disponível em:
<<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u397332.shtml>>. Acesso em: 05 maio 2008.

EPAMINONDAS NETO. **Standard & Poor's eleva rating do Brasil para grau de investimento.** São Paulo, abr. 2008. Disponível em:
<<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u397316.shtml>>. Acesso em: 06 maio 2008.

FITCH RATINGS. **Fitch eleva Brasil a grau de investimento; IDRs elevados para 'BBB-'. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em:**
<http://www.fitchratings.com.br/Press/press_release_detail.asp?prre=982>. Acesso em: 30 maio 2008.

FITCH RATINGS. **Histórico do rating soberano do Brasil**. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <http://www.fitchratings.com.br/Sovereign/brazil_history.asp>. Acesso em: 30 abr. 2008.

FITCH RATINGS. **Ratings soberanos**. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <http://www.fitchratings.com.br/Sovereign/issuers_list.asp>. Acesso em: 30 abr. 2008.

FMI diz que Brasil tem problemas estruturais. **Tribuna do Norte**, Natal, maio 2008. Economia. Disponível em: <<http://tribunadonorte.com.br/75120.html>>. Acesso em: 15 maio 2008.

FOLHA ON LINE. **Entenda o que é "rating" ou nota de risco**. São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u317159.shtml>>. Acesso em: 10 maio 2008.

FOLHA ON LINE. **Grau de investimento mostra que estamos na direção certa**. São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u397353.shtml>>. Acesso em: 10 maio 2008.

FOLHA ON LINE. **Moody's aponta dívida pública como principal razão para manter rating do Brasil**. São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u399072.shtml>>. Acesso em: 08 maio 2008.

FURUGEM, Alberto. Grau de Investimento: 1º passo. **Conjuntura Econômica**. São Paulo, v.62, n.6, p.05-16, jun. 2008.

GITMAN, Lawrence. **Princípios de Administração Financeira**. 10.ed. São Paulo: Pearson, 2006.

JORNAL NACIONAL. **Investidores ganham mais confiança para aplicar dinheiro no Brasil**. Rio de Janeiro, 2004. Disponível em: <<http://jornalnacional.globo.com/Telejornais/JN/0,,MUL557810-10406,00-INVESTIDORES+GANHAM+MAIS+CONFIANCA+PARA+APLICAR+DINHEIRO+NO+BRASIL.html>>. Acesso em: 10 maio 2008.

LAHÓZ, André. **Brasil recebe grau de investimento da S&P**. São Paulo, abr. 2008. Disponível em: < <http://portalexame.abril.uol.com.br/financas/m0158414.html>> Acesso em: 05 maio 2008.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1991.

LEISMANN, Edison Luiz. Grau de Investimento. **Ciências Sociais Aplicadas em Revista**, v.07, n.12, 2007. Disponível em:< http://e-revista.unioeste.br/index.php/csaemrevista/article/viewArticle/808_>. Acesso em: 09 maio 2008.

LEMGRUBER, Eduardo Facó et al.(org.). **Gestão de Riscos e Derivativos: aplicações no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2001.

LOPES, Alexsandro Broedel. **Finanças Internacionais: uma introdução**. São Paulo: Atlas, 2003.

LOURENÇO, Gilmar Mendes. Limites do crescimento brasileiro. **Análise Conjuntural**, v.29, n.09-10, set./out. 2007. Disponível em: <http://www.ipardes.gov.br/publicacoes/ana_conjuntural/ana_conjuntural_bol.htm>. Acesso em: 09 maio 2008.

LOURENÇO, Gilmar Mendes. Observações sobre as avaliações de risco. **Análise Conjuntural**, v.29, n.11-12, nov./dez. 2007. Disponível em: <http://www.ipardes.gov.br/publicacoes/ana_conjuntural/ana_conjuntural_bol.htm>. Acesso em: 02 jun. 2008.

LOURENÇO, Gilmar Mendes. Recuperação econômica, câmbio e investimentos. **Análise Conjuntural**, v.29, n.11-12, nov./dez. 2007. Disponível em: <http://www.ipardes.gov.br/publicacoes/ana_conjuntural/ana_conjuntural_bol.htm>. Acesso em: 02 jun. 2008.

MOODY'S. **Sistema de *rating* da moody's: um resumo**. São Paulo, 2008. Disponível em: <http://www.moodys.com.br/brasil/pdf/Rating%20System%20in%20Brief_Portuguese.pdf>. Acesso em: 06 maio 2008.

REUTERS. **Brasil precisa de PIB e aperto fiscal maior para elevar nota, diz agência**. São Paulo, 2008. Disponível em:

<<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u397923.shtml>>. Acesso em: 05 maio 2008.

REUTERS. **Grau de investimento vai atrair recursos ao Brasil.** São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u397675.shtml>>. Acesso em: 05 maio 2008.

RIBEIRO, Ana Paula. **Reservas superam dívida e Brasil torna-se credor externo pela 1ª vez.** São Paulo, fev. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u374588.shtml>>. Acesso em: 10 maio 2008.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração Financeira:** corporate finance. São Paulo: Atlas, 1995.

S&P espera que Brasil continue com as reformas. **Tribuna do Norte**, Natal, maio 2008. Economia. Disponível em: <<http://tribunadonorte.com.br/74500.html>>. Acesso em: 06 maio 2008.

STANDARD AND POOR'S. **Critérios - comentários: ratings de crédito soberano:** principais conceitos. São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article/2,1,8,0,1081534428823.html>>. Acesso em: 06 maio 2008.

STANDAR AND POOR'S. **Standard & poor's eleva rating soberano de longo prazo em moeda estrangeira do Brasil para 'BBB-', grau de investimento; perspectiva estável.** São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article/2,1,8,0,1204835719295.html>>. Acesso em: 06 maio 2008.

SUZUKI JÚNIOR, Julio Takeshi. Déficit externo e crescimento. **Análise Conjuntural**, v.29, n.09-10, set./out. 2007. Disponível em: <http://www.ipardes.gov.br/publicacoes/ana_conjuntural/ana_conjuntural_bol.htm>. Acesso em: 09 maio 2008.

UOL ECONOMIA. **Grau de investimento agora surpreende e permite valorização geral de ativos, mas realização de lucros é esperada em breve.** São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/2008/04/30/ult4294u1295.jhtm>>. Acesso em: 05 maio 2008.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas, 1997.