

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

GABRIELA KLEIN NETTO

ANÁLISE DO RISCO SOBERANO BRASILEIRO

Porto Alegre

2016

GABRIELA KLEIN NETTO

ANÁLISE DO RISCO SOBERANO BRASILEIRO

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2016

CIP - Catalogação na Publicação

KLEIN NETTO, GABRIELA
ANÁLISE DO RISCO SOBERANO BRASILEIRO / GABRIELA
KLEIN NETTO. -- 2016.
76 f.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2016.

1. Risco Soberano. 2. Agências de classificação de
risco. 3. Investimento estrangeiro direto. 4.
Diferencial de taxa de juros. 5. Economia
brasileira. I. Milan, Prof. Dr. Marcelo, orient. II.
Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os
dados fornecidos pelo(a) autor(a).

GABRIELA KLEIN NETTO

ANÁLISE DO RISCO SOBERANO

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, ____ de ____ de 2016.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. André Moreira Cunha
UFRGS

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho
UFRGS

À minha irmã,
por sempre estar comigo
e me dar os melhores conselhos

AGRADECIMENTOS

Essa não é uma conquista pessoal, mas sim um resultado de diversas pessoas que me acompanharam até esse momento. A sorte que eu tive por ter uma família como a minha é imensurável.

Agradeço à minha mãe, por ser a âncora de toda a família Klein, por cuidar de mim em todos os momentos e por ser a definição do que é ser mãe.

Ao meu pai, por ter a coragem de ter seguido os seus sonhos, por ter me incentivado nos meus e por ter nos dado o melhor trabalho que poderíamos desejar.

À minha irmã, por ser o melhor exemplo que eu posso seguir, por ter me influenciado a cursar Economia e por ser minha melhor amiga.

Ao Vítor, por ter me ajudado e apoiado durante todo esse processo e ter aguentado todos os momentos difíceis ao meu lado. Tu foste o melhor presente que a Faculdade de Economia me deu e desde aquele segundo semestre minha vida nunca mais foi a mesma.

À Maria, por ter mudado os meus dias e por ter me transformado numa pessoa mais feliz.

Esses quatro anos de faculdades foram muito enriquecedores. Agradeço a todos os professores que me fizeram ver a economia de outra maneira e incentivar um modo de pensar sem certezas e pré-conceitos. Em especial agradeço ao Prof. Dr. Marcelo Milan, por toda a dedicação e ensinamentos ao longo desse trabalho.

Não poderia deixar de agradecer a todos os amigos que conheci ao longo desses quatro anos. Vocês, com certeza, fizeram com que fosse muito mais prazeroso acordar às 5:30 da manhã! Obrigada pelo companheirismo, pelas conversas e pela amizade de todos!

RESUMO

Este trabalho apresenta um estudo da relação entre o histórico de classificações de risco soberano no Brasil e os seus efeitos na economia brasileira. Após o Acordo de *Bretton Woods*, em 1944, e a criação do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional, a disponibilidade de crédito para os países aumentou significativamente. Somado a isso, temos a diminuição do controle de capitais e a instituição de políticas neoliberais durante as décadas de 1980 e 1990. Assim, fez-se necessário a volta das classificações soberanas, a fim de fornecer informações econômicas e financeiras acerca dos países tomadores de empréstimos. As classificações de risco soberano feitas por três principais agências, Standard & Poor's, Fitch e Moody's, têm como determinantes diversos fatores econômicos, políticos e institucionais. Elas são separadas entre grau de investimento e grau de especulação, disponibilizando aos investidores e aos demais agente econômicos informações para suas decisões de investimento. Através de uma análise empírica do histórico das classificações soberanas do Brasil desde a década de 1990, serão analisadas as consequências em relação a algumas variáveis macroeconômicas, como investimento direto estrangeiro, diferencial de taxa de juros, investimento em carteira, volatilidade cambial, entre outros.

Palavras-chave: Risco soberano. Agências de classificação de risco. Investimento direto estrangeiro. Diferencial de taxa de juros. Economia Brasileira.

ABSTRACT

This paper presents a study of the relationship between the history of sovereign risk ratings in Brazil and its effects on the Brazilian economy. After the Bretton Woods Agreement in 1944 and the creation of the World Bank and the International Monetary Fund, the availability of credit for countries increased significantly. Added to this, we have a reduction of capital controls and the imposition of neoliberal policies during the 1980s and 1990. Thus, it became necessary the return of sovereign ratings, in order to provide economic and financial information about the borrowers countries loans. The sovereign risk ratings made by three main agencies, Standard & Poor's, Fitch and Moody's, have as determining various economic, political and institutional factors. They are separated between investment grade and speculative grade, providing investors and other economic agent information for their investment decisions. Through an empirical historical analysis of the sovereign ratings of Brazil since the 1990s, the consequences on some macroeconomic variables will be analyzed, as foreign direct investment, differential interest rate, portfolio investment, currency volatility, among others.

Keywords: Sovereign risk. Risk ratings agencies. Direct investment. Differential interest rate. Brazilian economy.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Número de países classificados pelas três maiores agências (1975 – 2011).....	20
Figura 2 – Dívida Pública e Risco Soberano (1995- 2005)	26

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Dívida do governo geral (% PIB) em países selecionados (2000-2014).....	32
Gráfico 2 – Correlação entre as classificações da S&P e Moody's (1994-2016).....	47
Gráfico 3 - Correlação entre as classificações da S&P e Fitch (1994-2016)	47
Gráfico 4 - Correlação entre as classificações da Moody's e Fitch (1994-2016).....	48
Gráfico 5 – Classificações da dívida de longo prazo brasileira em moeda estrangeira pela S&P (1994-2016).....	49
Gráfico 6 - Classificações da dívida de longo prazo brasileira em moeda estrangeira pela Moody's (1986-2016).....	49
Gráfico 7 - Classificações da dívida de longo prazo brasileira em moeda estrangeira pela Fitch (1994-2016).....	50
Gráfico 8 – PIB per capita US\$ (1994-2013).....	52
Gráfico 9 – Correlação PIB per capita e <i>ratings</i> S&P (1994-2013).....	53
Gráfico 10 – IPCA (% a.a.)	54
Gráfico 11 – Correlação IPCA e <i>ratings</i> S&P (1994-2015).....	55
Gráfico 12 - Correlação PIB e <i>ratings</i> S&P (1994-2013)	56
Gráfico 13 – Investimento estrangeiro em carteira (US\$ milhões) e <i>ratings</i> harmonizados (1994-2014)	59
Gráfico 14 - Investimento estrangeiro direto (US\$ milhões) e <i>ratings</i> harmonizados (1994-2014).....	61
Gráfico 15 – Reservas internacionais (US\$ milhões) e <i>ratings</i> harmonizados (1994-2015).....	62
Gráfico 16 – Taxa de variação real do PIB e <i>ratings</i> harmonizados (1994-2015).....	63
Gráfico 17 –Risco-país e <i>ratings</i> harmonizados (1994-2016).....	65
Gráfico 18 – Diferencial da taxa de juros e <i>ratings</i> harmonizados (2000-2016).....	67
Gráfico 19 – Taxa de câmbio R\$/US\$ e <i>ratings</i> harmonizados (1994-2016).....	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Escala de classificação de risco das três principais agências.....	18
Tabela 2 – Histórico de classificação soberana do Brasil (1986 – 2016).....	44
Tabela 3 – Harmonização da escala de classificação de risco	46
Tabela 4 – Taxa Selic e <i>Federal Funds Rate</i> (2000-2016).....	67

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
2 RISCO SOBERANO: CONCEITUAÇÃO, EVOLUÇÃO E DETERMINANTES	15
2.1 CONCEITUAÇÃO, IMPORTÂNCIA E EVOLUÇÃO HISTÓRICA	15
2.1.1 Risco Soberano: Conceituação e Importância.....	15
2.1.2 Risco Soberano: Evolução Histórica.....	18
2.2 DETERMINANTES DAS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO SOBERANO.....	21
2.3 A IMPORTÂNCIA DA DÍVIDA PÚBLICA E O RISCO SOBERANO.....	24
2.3.1 OS DETERMINANTES DOS <i>DEFAULTS</i> SOBERANOS	27
2.4 UNIVERSALIZAÇÃO DO RISCO SOBERANO E CRISES FINANCEIRAS NOS PAÍSES DESENVOLVIDOS.....	30
3 ANÁLISE DA DÍVIDA E DO RISCO SOBERANO BRASILEIRO	35
3.1.1 DÍVIDA PÚBLICA INTERNA	36
3.1.2 DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EXTERNA	40
3.2 HISTÓRICO DOS <i>RATINGS</i> SOBERANOS BRASILEIROS	44
4 AVALIAÇÃO DOS IMPACTOS DAS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO SOBERANO NA ECONOMIA BRASILEIRA	58
4.1 ANÁLISE EMPÍRICA.....	58
4.2 CONCLUSÕES PRELIMINARES.....	70
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	71
REFERÊNCIAS	73

1 INTRODUÇÃO

No início de 2016, a revista *The Economist* dedica uma de suas reportagens à queda da economia brasileira. O primeiro ponto a ser destacado como reflexo da crise no Brasil é o rebaixamento da nota do risco soberano pela agência Fitch. A perda do grau de investimento por mais uma agência mostra a desestabilização econômica e política vivida pelo país. É fundamental entender não somente como e por quê se deu essa volta para o grau de especulação, mas também tentar interpretar como essas mudanças nas classificações estão relacionadas aos dados macroeconômicos.

A partir do conceito do que é risco soberano e como operam as agências responsáveis por classificar e divulgar os *ratings*, o presente trabalho discute a trajetória das classificações soberanas para o Brasil e quais as possíveis implicações sobre algumas variáveis macroeconômicas. Para tanto, o período analisado inclui desde o primeiro *rating*, em 1986, até os dias atuais.

O objetivo principal proposto aqui é o de entender como o processo de classificação soberana vem impactando o desempenho macroeconômico do país. A hipótese central defende a ideia de que, no período analisado para o caso brasileiro, alterações nas classificações soberanas impactam a decisão dos investidores e dos agentes econômicos. Ou seja, melhores classificações modificam as percepções acerca do país e atraem maiores investimentos e favorecem a economia de uma maneira geral. Os *ratings* soberanos modificam as decisões dos investidores, mas também constituem uma parte fundamental do conjunto de informações utilizado para a tomada de decisão de investimentos internacionais.

A fim de aprofundar a discussão, o trabalho tem como um de seus objetivos específicos apresentar uma conceituação do risco soberano e sua importância em relação à conjuntura econômica atual. Também é estudado o papel das agências classificadoras, que, ao estimar a probabilidade de inadimplência de um Estado Soberano, reduzem a assimetria informacional. Além disso, é realizada uma descrição da evolução histórica dos *ratings* divulgados pelas principais agências, *Standard & Poor's*, *Fitch* e *Moody's*, mostrando como até fins do XIX não havia nenhuma entidade com o objetivo de fornecer informações econômicas e financeiras sobre governos soberanos, que não fossem bancos. Isso é alterado no início do século XX, com as primeiras classificações acerca de solvência de soberanos.

Os determinantes dessas classificações são importantes para o objetivo principal desse trabalho, pois permitem analisar o porquê de um país estar recebendo tal nota e não outra. Os principais fatores, e que mais impactam os *ratings*, são: a renda per capita, que reflete não só o crescimento do produto do país como também a base de arrecadação do governo; inflação, pois é um dos determinantes do poder de compra da população e também reflete a estabilidade econômica; e a dívida externa, já que, quando maior o nível de endividamento, maior será o risco de *default*.

Além disso, o trabalho faz uma discussão sobre a importância da dívida pública, sob o pressuposto de que o endividamento pode ser usado como meio do governo financiar investimentos que não atraem a iniciativa privada, por terem altos custos e um longo prazo de retorno, qualificando a classificação de risco baseada exclusivamente na capacidade de pagamento dos soberanos. Além disso, pode também ser usado como reserva para casos de desastres naturais, calamidades públicas ou crises econômicas.

Após uma conceituação teórica e histórica acerca das classificações soberanas, o trabalho se volta para uma análise empírica dos efeitos dos *ratings* em algumas variáveis macroeconômicas brasileiras. Assim, os dados são analisados a partir de gráficos que relacionem as mudanças das classificações brasileiras ao longo dos anos e as variáveis econômicas escolhidas.

O primeiro capítulo é dedicado à análise do conceito de risco soberano, a sua importância e evolução ao longo dos anos. Também são discutidos os determinantes das classificações e como cada agência divulga sua escala de notas. Associado a isso, apresentam-se quais são os tipos de *default* que podem ocorrer. Essa subseção mostra quais são os possíveis tipos de inadimplência. Por fim, o risco soberano é associado às crises financeiras, especificamente em países subdesenvolvidos.

No capítulo seguinte, é estudada a evolução da dívida pública brasileira, desde os empréstimos ainda como colônia portuguesa até à conjuntura atual. Em um primeiro momento é avaliada a dívida pública e, posteriormente, a dívida externa. Depois dessa análise da dívida, são reunidos os dados de todas as classificações feitas para o Brasil pelas três agências. São identificados os períodos de rebaixamentos e de *upgrades* das notas, associando-os à situação econômica e política brasileira de cada época.

O terceiro capítulo é dedicado ao estudo empírico dos impactos das classificações soberanas em algumas variáveis macroeconômicas brasileiras. São analisados os *ratings* desde 1994, quando as três principais agências passaram a divulgar as classificações para o risco soberano. Os dados escolhidos para verificar os efeitos foram: investimento direto estrangeiro, investimento em carteira, reservas internacionais, diferencial da taxa de juros, volatilidade cambial, risco-país e a variação real do PIB.

Por fim, são apresentadas as conclusões do trabalho. Através dos resultados do estudo empírico, percebe-se que as classificações de risco soberano têm de fato alguma relação com as variáveis econômicas em questão. Vê-se, por exemplo, como os investimentos estrangeiros, tanto diretos quanto em carteira, respondem de forma positiva às classificações. Quanto melhores as classificações, maiores são os investimentos. O mesmo ocorreu, no período analisado, com as reservas internacionais e a taxa de câmbio. O risco-país também apresentou uma correlação com os *ratings*, pois com a melhoras das classificações, apresentou uma diminuição.

2 RISCO SOBERANO: CONCEITUAÇÃO, EVOLUÇÃO E DETERMINANTES

Após uma breve introdução em relação à classificação de risco soberano, o capítulo está dividido em 5 seções, sendo a primeira referente ao papel exercido pelas agências de classificação de risco, bem como às nomenclaturas usadas pelas três principais agências e também uma contextualização histórica da atividade de classificação de risco soberano. A segunda subseção diz respeito aos principais determinantes das classificações soberanas e quais os impactos dos *ratings*.

A seção seguinte trata da importância da dívida pública para a avaliação das classificações soberanas e os tipos de *defaults* que podem ocorrer nos compromissos soberanos e das taxas de juros como o principal indicador de risco. A quarta seção faz um paralelo entre crises financeiras e risco soberano, com a diminuição de solvabilidade de diversos países e o impacto sobre os respectivos *ratings*. E por fim, faz-se um resumo do capítulo com algumas conclusões preliminares.

2.1 CONCEITUAÇÃO, IMPORTÂNCIA E EVOLUÇÃO HISTÓRICA

2.1.1 Risco Soberano: Conceituação e Importância

O primeiro passo para se entender as implicações das classificações de risco soberano é definir o seu conceito. Segundo Canuto e Santos (2003), o risco soberano pode ser entendido como o risco de crédito associado a operações de crédito concedido a Estados Soberanos¹. Assim, ele reflete a capacidade de uma nação em honrar suas obrigações financeiras. Não somente a capacidade de pagamento é levado em conta, mas também a disposição do agente em pagar sua dívida.

Qual é, assim, a importância do risco soberano? Um dos aspectos mais relevantes é o impacto desse indicador no custo de financiamento dos países. Ou seja, quanto menor a probabilidade de um país em arcar com as suas despesas da dívida no prazo acordado, maiores serão os custos de financiamento (juros). O credor, por exemplo, vai exigir uma taxa de retorno maior quando for adquirir um título público, a fim de compensar o risco adicional que estará tomando. Esse retorno adicional é conhecido como *spread* soberano (sobre uma taxa considerada

¹ Os autores não fazem menção quanto a instrumentos, prazos ou condições contratuais na sua definição de risco soberano.

sem risco) ou “prêmio de risco”. Ou seja, corretamente interpretado, a classificação de risco é uma medida da percepção das condições econômico-financeiras de uma nação.

Mas além dos custos com o financiamento, a classificação de risco soberano também é usada pelos detentores de riqueza para avaliar outros aspectos da economia dos países, como, por exemplo, empresas nacionais. Os investidores, antes de decidir onde aplicar seus recursos, estudam as condições econômicas dos países. E, para isso, verificar a classificação de risco soberano e como o mesmo evoluiu ao longo dos anos é fundamental, pois dará uma ideia do quanto aquele país tem capacidade e disposição de arcar com suas obrigações financeiras no prazo estipulado.

Assim, segundo Cantor e Packer (1996, p.38):

Sovereign ratings are important not only because some of the largest issuers in the international capital markets are national governments, but also because these assessments affect the ratings assigned to borrowers of the same nationality. For example, agencies seldom, if ever, assign a credit rating to a local municipality, provincial government, or private company that is higher than that of the issuer's home country.²

Dentro dessa perspectiva de que os detentores de riqueza analisam os riscos soberanos dos países em que pretendem investir, existe outra característica que torna a classificação de risco soberano um instrumento de elevada utilidade, que é a possibilidade de diminuir o risco de informação assimétrica. A avaliação do risco soberano por um país facilita o seu acesso, e de outros agentes de dentro do país, ao mercado de capital internacional.

Dada a definição de risco soberano e a importância de se fazer tais classificações para os detentores de riqueza, é preciso analisar o papel das agências de classificação de risco, responsáveis pela mensuração do mesmo. Diniz (2011) afirma que a principal função das agências, no caso do risco soberano, ao estimar a probabilidade de inadimplência de um governo, seria a necessidade de reduzir a assimetria informacional entre investidores e os países emissores de títulos de dívida pública. Ao orientar o investidor quanto à credibilidade do país, as agências estão reduzindo a assimetria informacional, mas sem interferir diretamente nos contratos,

² “*Ratings* soberanos são importantes não só porque alguns dos maiores emissores nos mercados internacionais de capitais são os governos nacionais, mas também porque essas avaliações afetam os *ratings* atribuídos aos tomadores de empréstimos da mesma nacionalidade. Por exemplo, as agências raramente, ou nunca, atribuem uma classificação de crédito para um município, ou governo estadual, ou empresa privada que é maior do que a do país de origem do emissor”. (Tradução nossa).

deixando para os investidores a decisão de onde investir.

Vale ressaltar que risco soberano e risco-país, embora muitas vezes confundidos como sendo equivalentes, são conceitos diferentes. O risco-país se refere ao risco associado a todos os ativos financeiros do país, sendo assim mais abrangente. Ele considera, portanto, o risco de inadimplência dos demais credores de um país. Os dois tipos de risco se relacionam de uma certa maneira, pois uma moratória da dívida soberana tende a exercer impacto negativo sobre os demais fluxos de capital para o país, afetando também dívidas externas privadas (CANUTO; SANTOS, 2003).

As três principais agências de classificação de risco são Fitch, Moody's e Standard & Poor's (S&P). As classificações são feitas tanto para dívidas em moeda nacional quando em moeda estrangeira. Elas podem ser divididas em obrigações de longo prazo e de curto prazo.

Há muita controvérsia atualmente relacionadas às atividades dessas agências, principalmente depois de terem recebido muitas críticas após a Crise Asiática no final do século XX. Naquele período, elas foram consideradas responsáveis pelo agravamento da crise de liquidez de diversos países asiáticos, por terem diminuído suas classificações de risco muito rapidamente em apenas dois meses (CANUTO; SANTOS, 2003). A partir de então muita indagação tem sido feita a respeito de como essas classificações são feitas pelas agências e se elas são realmente precisas e confiáveis.

Cada uma das agências possui escalas diferentes de classificação, o que acaba por dificultar a interpretação e comparação das avaliações de risco. Como visto na Tabela 1 a seguir, as classificações usam variações da escala A, B, C, D. Os países podem ser separados, portanto, em grau de investimento e em grau de especulação, devido ao maior risco de inadimplência. A melhor nota atribuída pela Fitch e pela S&P é "AAA", enquanto que para a Moody's é "Aaa". Já a pior é "D" e "C", para Fitch e S&P e Moody's, respectivamente. As classificações "SD" e "D" apontam para moratória parcial e moratória, respectivamente. Já "DDD" também significa moratória, mas representa o maior potencial de recuperação, que vai diminuindo para o "DD" até chegar no "D", que indica uma possibilidade de recuperação inferior a 50%. As classificações "Ca" e "C" normalmente apontam para moratória, com o soberano mostrando-se com insegurança financeira (CANUTO; SANTOS, 2003).

As agências ainda divulgam suas perspectivas quanto às tendências dos *ratings*, no médio e longo prazo. Tal indicador é chamado de *outlook* (perspectiva) e pode mudar ou não a classificação inicial. Cada agência denomina esse processo de uma maneira diferente: Fitch chama de *alerts* (alertas); a Moody's de *on review* (em revisão); e a S&P de *creditwatch* (crédito sob observação). O indicador pode ser positivo, negativo, estável ou em desenvolvimento.

Tabela 1 - Escala de classificação de risco das três principais agências

Fitch	Moody's	S&P
<i>Grau de investimento</i>		
AAA	Aaa	AAA
AA+	Aa1	AA+
AA	Aa2	AA
AA-	Aa3	AA-
A+	A1	A+
A	A2	A
A-	A3	A-
BBB+	Baa1	BBB+
BBB	Baa2	BBB
BBB-	Baa3	BBB-
<i>Grau de especulação</i>		
BB+	Ba1	BB+
BB	Ba2	BB
BB-	Ba3	BB-
B+	B1	B+
B	B2	B
B-	B3	B-
CCC+	Caa1	CCC+
CCC	Caa2	CCC
CCC-	Caa3	CCC-
CC	--	CC
C	--	C
DDD	Ca	SD
DD	C	D
D	--	--

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das agências S&P (2016), Fitch (2016), Moody's (2016).

2.1.2 Risco Soberano: Evolução Histórica

Nos séculos passados, os países frequentemente declaravam sua inadimplência, sem que se

pudesse haver indicadores de que isto ocorreria. A França, por exemplo, declarou *default* oito vezes entre 1500 e 1800; a Espanha, sete vezes entre os séculos XVII e XIX (GAILLARD, 2012). Esses *defaults* mostram a dificuldade de manter a solvência soberana, principalmente durante e após a ocorrência de guerras.

Diferentemente do setor privado, até os fins do século XIX não havia entidades para fornecer qualquer tipo de informação econômica e financeira em relação aos países tomadores de empréstimos. Assim, a única fonte de informação eram os próprios banqueiros. O primeiro trabalho reportando riscos soberanos por uma entidade não bancária foi o primeiro manual da agência Moody`s, em 1900. Tal publicação continha uma lista de títulos soberanos e dados de finanças públicas; não havia, no entanto, nenhuma classificação. Era principalmente uma complicação de informações, mas foi o primeiro passo em direção à classificação de risco soberano (GAILLARD, 2012).

Em março de 1918, a Moody`s se tornou a primeira agência a medir a solvência de um soberano emissor de títulos. Isso aconteceu em um momento peculiar, já que foi quando os Estados Unidos estavam mudando sua posição econômica e financeira na hierarquia mundial e se tornando a primeira nação em concessão de empréstimos no mundo. A bolsa de Nova York estava a ponto de se tornar a bolsa de valores mais capitalizada, o que contribuía para o boom em empréstimos para a Europa e a América Latina (GAILLARD, 2012).

Em meados de 1929, mais de 120 títulos soberanos foram classificados pelas três principais agências (GAILLARD, 2012). Depois disso, durante os anos 1930, as classificações de *ratings* soberanos desaceleraram. A Segunda Guerra Mundial teve papel decisivo nesta mudança, pois as agências, em função do caos nas relações internacionais entre os países, retiraram as classificações de países como Alemanha, Áustria, Itália e Japão.

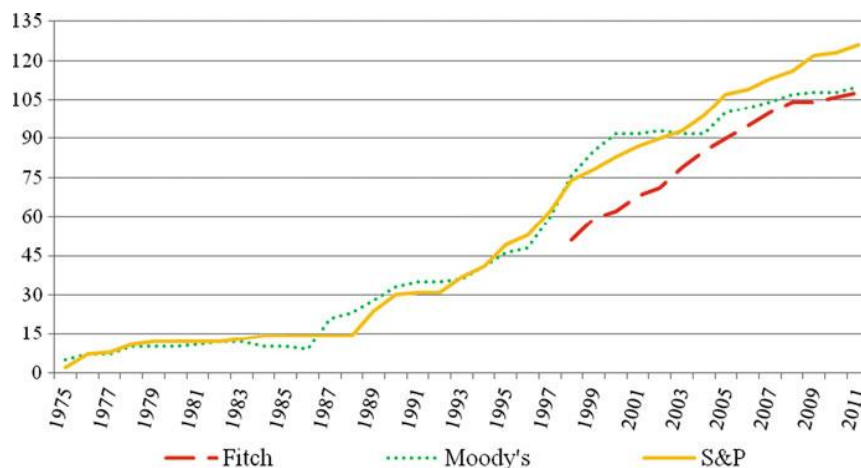
A desaceleração no ritmo de classificações soberanas que perdurou de 1940 até 1970 foi causada principalmente pela situação econômica e financeira vivida no pós-guerra. A solvência dos países foi possível por dois grandes acontecimentos: *Bretton Woods* e o Plano Marshall (GAILLARD, 2012). A volta da disponibilidade de crédito para os países foi possível devido à criação do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional, ambas estabelecidas no acordo de *Bretton Woods* em 1944. O objetivo do acordo era definir os parâmetros que dariam as regras

da economia mundial após a segunda Guerra Mundial. O sistema financeiro surgido desse acordo foi a origem da supremacia norte-americana na economia mundial. Já o Plano Marshall consistia num amplo auxílio internacional dos EUA à Europa devastada pela Segunda Guerra.

A reduzida quantidade de países que declararam *default* entre os anos de 1960 e 1970 levou os investidores a acreditar que o risco soberano havia diminuído. Isso explica o grande ciclo de empréstimos para países em desenvolvimento, incluindo o Brasil, entre 1972 e 1982 (GAILLARD, 2012).

A volta de uma atividade considerável de classificações soberanas foi gradual. Um ponto decisivo foi a decisão, por parte da Moody's, de classificar países emissores de títulos em outras moedas que não somente o dólar, como Alemanha, Hong Kong e Holanda. O Plano Brady foi outro fator determinante para a mudança no volume das classificações soberanas (figura 1). Tal plano previa a redução no valor da dívida externa, mediante a redução do principal ou das taxas de juros. Além disso, previa a extensão dos prazos de pagamento e a substituição de obrigações com taxas de juros flutuantes por títulos com taxas fixas (ANDRITZKY, 2006).

Figura 1 - Número de países classificados pelas três maiores agências (1975 – 2011)



Fonte: GAILLARD (2012, p.10).

Outros fatores contribuíram para o aumento do mercado de títulos soberanos, entre eles a diminuição do controle de capitais a partir dos anos 1980 e 1990, o avanço do capitalismo na

Europa oriental e especialmente na Rússia, e também a implementação de políticas macroeconômicas pró-mercado. Essa recuperação foi altamente lucrativa para as três maiores agências de classificação de *rating* soberano (GAILLARD, 2012).

2.2 DETERMINANTES DAS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO SOBERANO

Com a demanda por *ratings* de crédito soberano crescendo além do esperado nos últimos anos, faz-se necessário uma análise dos critérios usados pelas agências para a classificação de risco soberano. Há muitas similaridades entre os determinantes das classificações de risco soberano utilizados pelas três principais agências classificadoras. Todas usam, por exemplo, razão entre PIB e dívida, inflação, histórico de inadimplência e estabilidade institucional. Mas existem muitos outros fatores econômicos, sociais e políticos que definem as classificações das agências. A seguir são apresentados alguns desses fatores determinantes, que são os mais comuns como os determinantes dos *ratings* soberanos, e como eles se relacionam com a capacidade e disposição de um país honrar com seus compromissos financeiros.

O primeiro determinante a ser avaliado é a renda per capita. A renda per capita de um país é de suma importância para a avaliação, pois revela a capacidade do governo de pagar sua dívida. Em momentos de recessão, por exemplo, o Estado perde um pouco da sua capacidade de arrecadação via tributos, o que dificulta o pagamento tanto da dívida quanto dos juros da dívida. Assim, segundo Cantor e Packer (1996) quanto maior for o potencial da base tributária do país devedor, maior será sua capacidade de pagar a dívida. Ainda, essa variável pode ser usada para verificar o grau de estabilidade econômica, outro ponto importante nas classificações soberanas.

Uma alta taxa de crescimento econômico é outro fator que demonstra que o país terá as condições necessárias para pagar os serviços da dívida no futuro. Um PIB em crescimento é significado de mais riquezas para um país, o que, no futuro, se revelará como uma maior facilidade para honrar seus compromissos financeiros (CANTOR; PACKER, 1996).

Países com economias mais frágeis e ainda em desenvolvimento, como o Brasil, costumam apresentar altos índices inflacionários, o que pode representar problemas estruturais nas finanças do governo. De acordo com Cantor e Packer (1996), quando um governo está sem condições ou sem disposição para pagar as despesas orçamentárias correntes através de tributação ou de emissão de dívida, ele deve recorrer ao dinheiro inflacionário. A inflação traz ainda outra

consequência que é a de ser extremamente impopular, por ser um fator que impacta muito no cotidiano das famílias. Essa insatisfação com a inflação pode levar a uma instabilidade política. Para Canuto e Santos (2003, p.28):

A inflação é vista pelas agências como um dos melhores termômetros da consistência das políticas fiscal e monetária, da estabilidade financeira, política e institucional de um país. Financiamentos expressivos e prolongados de déficits orçamentários por meio de emissão monetária invariavelmente levam à aceleração da inflação, ou mesmo à hiperinflação. Nestas circunstâncias, as autoridades geralmente adotam políticas impopulares de contenção de gastos e aperto monetário, que são mais eficientemente implementadas quando há um banco central autônomo e as autoridades desfrutam de uma base ampla e coesa de sustentação política. Caso contrário, o processo inflacionário se intensifica e pode ocasionar a perda de credibilidade do governo e de suas instituições.

Outra relação importante que as agências usam é aquela entre os gastos do governo e a tributação imposta aos cidadãos. Um país com um déficit muito grande nas contas públicas absorve muita poupança doméstica. Isso implica, na visão das agências, que o governo não tem a capacidade ou a vontade de cobrar mais tributos para cobrir as despesas correntes ou então para pagar sua dívida. Assim, de acordo com Cantor e Packer (1996), quanto mais equilibrada for a situação fiscal de um país, maior e melhor tende a ser seu grau de classificação da dívida soberana.

Um grande déficit na conta de transações correntes do balanço de pagamentos aponta para o fato de o país ser altamente dependente do setor externo para fechar o hiato entre produção e absorção doméstica. Se esses déficits forem persistentes, resultará em um crescimento do endividamento externo, podendo se tornar insustentável ao longo dos anos (CANTOR; PACKER, 1996).

Outro determinante fundamental é, obviamente, a questão da dívida externa. Quanto maior o grau de endividamento, maior será o risco de *default*. O peso dos encargos aumenta conforme a dívida em moeda estrangeira se eleva em relação aos seus ganhos em moeda estrangeira – isto é, exportações (CANTOR; PACKER, 1996).

As agências consideram ainda, além da renda per capita citada anteriormente, o desenvolvimento econômico dos países. A lógica usada é a de que, quando os países atingem certo grau de desenvolvimento, as chances de declarar *default* diminuem. Aliado a isso, ainda é avaliado o histórico de inadimplência. Segundo Cantor e Packer (1996), um país que tenha

declarado *default* nos anos recentes é considerado como de alto risco de crédito, diminuindo sua credibilidade para com investidores de uma maneira geral.

Cantor e Packer (1996) concluíram que alguns desses determinantes estão mais correlacionados aos *ratings* do que outros. Podemos concluir de maneira breve que uma renda per capita mais elevada está bastante associada a altos *ratings*, assim como níveis baixos de inflação e de dívida externa. Já países com alta produtividade industrial, significando mais desenvolvimento econômico, têm mais chances de obter *ratings* altos, como Aa ou AA. Já um país que tenha qualquer histórico de *default* fica limitado a um *rating* intermediário, Baa ou BBB para baixo. Por outro lado, déficits fiscais e em conta corrente não apresentam uma correlação muito forte (CANTOR; PACKER, 1996).

Os dados de Canuto e dos Santos (2003) também corroboram essas conclusões. Analisando dados de 66 países, eles concluíram que, em 2002, todos aqueles que tinham uma renda per capita anual menor do que cinco mil dólares eram classificados como grau de especulação. Já nos países com grau de investimento, as taxas médias de inflação dos últimos cinco anos ficavam abaixo de 10%.

As agências de classificação de risco são alvos de constantes críticas, como já mencionado no caso da crise Asiática dos anos 1990. Encontrar uma correlação entre as notas das agências e os critérios de cada uma delas é muito difícil, pois muitos deles não são quantificáveis. E também contribui para isso o fato de as agências proverem poucas informações quanto ao peso atribuído a cada determinante (CANTOR; PACKER, 1996).

De acordo com Frenkel, Karmann e Scholtens (2004) os problemas com as classificações soberanas passam principalmente por não ficar muito claro o que está sendo classificado. Os países têm muitas dívidas com diferentes características umas das outras, e a inadimplência pode ocorrer em algumas ocasiões e em outras não, por conta das peculiaridades de cada uma.

Outro ponto que os autores levantam é para o fato de as agências receberem honorários dos soberanos que avaliam. Assim, elas podem ser levadas a não rebaixarem os *ratings* antes de uma crise ocorrer (FRENKEL; KARMANN; SCHOLTENS, 2004). De fato, a credibilidade das agências de risco ficou ainda mais abalada depois da crise do *subprime* de 2007-08 nos EUA. Na ocasião, os bancos estavam negociando títulos lastreados em operações de crédito de longo prazo

para tomadores com alto risco de inadimplência. Tais títulos ofereciam rentabilidade elevada, mas também riscos ainda maiores. O papel das agências teria que ser então de alertar para a alta exposição ao risco desses títulos, que ficaram conhecidos como lastreados em hipotecas *subprime* justamente por não serem *prime*, isto é, por terem maiores riscos que os tomadores de primeira linha (*prime*). Isso, entretanto, não aconteceu, e o que se seguiu foi a quebra do banco Lehmann Brothers e muitos outros devido ao excesso de exposição a esses créditos de alto risco.

Além desse conflito de interesses, as agências também são criticadas quanto à transparência da maneira como as classificações são divulgadas (ELKHOURY, 2008). Os indicadores usados são divulgados, assim como a metodologia empregada. No entanto, não há a apresentação dos pesos de cada critério, o que acaba gerando uma incerteza sobre a credibilidade das agências.

2.3 A IMPORTÂNCIA DA DÍVIDA PÚBLICA E O RISCO SOBERANO

Com a crise asiática do final do século XX e as mais recentes crises da Zona do Euro, tornou-se ainda mais clara a relevância de uma boa gestão da dívida pública. Além de ser uma base sólida para a execução de políticas públicas, é fundamental para a conservação da qualidade de crédito de um país, pois resulta dos déficits que entram nos critérios das agências de classificação, embora possuam uma dinâmica própria que justifica seu tratamento separado. Assim, com uma análise da evolução da dívida também será possível examinar o desenvolvimento da qualidade de crédito brasileiro no próximo capítulo.

A opinião pública tem a percepção de que a dívida pública é algo negativo, em grande parte devido à história conturbada do Brasil em relação à administração de sua dívida. No entanto, ela pode ser usada tanto para alcançar objetivos importantes quanto para causar grandes dificuldades na economia (INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK, 2006).

Segundo Silva e Medeiros (2009, p. 102):

A dívida é uma obrigação de determinada entidade com terceiros, gerada pela diferença entre despesas e receitas dessa entidade. Em outras palavras, só há dívida quando há déficit (despesas maiores que receitas), embora muitas vezes ocorra defasagem entre a realização do déficit e a contabilização da dívida.

O endividamento público, que ocorre quando o setor público gasta mais do que arrecada, pode ser usado para diversos fins. Segundo o relatório do Inter-American Development Bank

(2006), pode financiar investimentos do governo, principalmente de altos custos e longa duração, que não atraem a iniciativa privada, ou então a dívida pode servir como reserva para casos extremos de calamidade pública ou de crises econômicas e financeiras.

Contudo, no caso dessa dívida ser excessiva, as consequências no médio e longo prazo não são desejáveis. O setor privado fica receoso de investir numa economia que, por conta de uma dívida em excesso, pode não ser capaz de arcar com seus compromissos financeiros (INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK, 2006).

Além disso, pode acontecer de gerar um grave problema para as gerações futuras, que poderão ter que arcar com todo o peso de uma dívida fora de controle. Há todo um debate, no entanto, acerca da existência ou não desse fardo para as próximas gerações. O princípio da equidade entre gerações, segundo Garselaz (2000, p. 28):

É o ponto de vista econômico clássico que preconiza a translação entre gerações dos encargos decorrentes da dívida pública, desde que essa dívida tenha sido constituída para financiar investimentos de longa duração, que venham a beneficiar as gerações futuras. Assim, essas gerações futuras, tendo à sua disposição de bens, equipamentos e infraestrutura para a prestação dos serviços públicos, terão também o encargo de pagar por parte desse benefício, evitando, por isso, que apenas uma geração suporte o gravame dos custos de um investimento público de longa duração.

A dívida pública pode sim onerar as gerações futuras, com o pagamento de amortizações e de juros. No entanto, pode receber também os resultados do uso da dívida, como uma melhor infraestrutura urbana, com rodovias, saneamento básico, sistemas de energia, internet e comunicação.

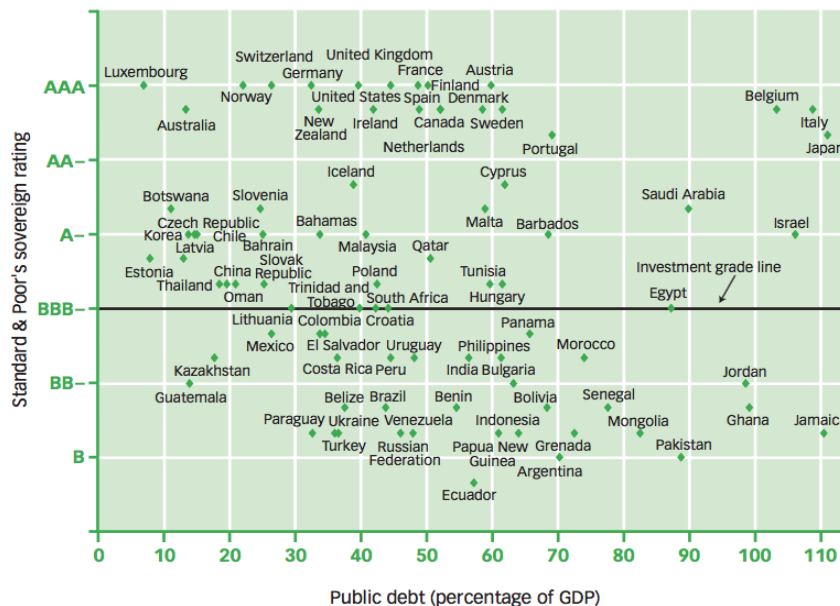
O debate acerca das consequências da dívida pública tem um foco diferente nos países emergentes do que aquele ocorrido nos países desenvolvidos. Nesses últimos, o centro do debate fica no *trade-off* entre os efeitos expansionistas de curto prazo e os efeitos contracionistas no longo prazo. Nos mercados emergentes, no entanto, o problema central é como evitar os riscos ligados à volatilidade macroeconômica e às crises financeiras.

The level of risk assigned to sovereign debt usually serves as a benchmark for the valuation of private debt in the country, and unlike in advanced economies, where sovereigns have the highest rating, sovereign ceilings make it difficult for private firms in emerging economies to borrow at lower rates than the sovereign. Thus, the negative spillovers of country risk are usually larger than the classic crowding-out effect emphasized in the literature that focuses on

advanced economies. ³(INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK, 2006, p. 7).

Seria de esperar que níveis maiores de dívida acarretariam maiores risco de inadimplência. No entanto, estudos do Inter-American Development Bank (2006) questionam essa prerrogativa e apontam para uma correlação pequena entre tamanho da dívida e risco de *default*.

Figura 2 – Dívida Pública e Risco Soberano (1995- 2005)



Fonte: Inter-American Development (2006, p. 9)

A Figura 2 acima, que correlaciona as classificações de risco soberano da agência Standard & Poor's e o nível da dívida pública como porcentagem do PIB, corrobora essa ideia. Pode-se ver como há países com classificações soberanas muito altas, mas também com níveis de dívida pública que ultrapassam 100% do PIB, como é o caso da Bélgica e do Japão. O contrário também ocorre: países com baixas classificações e dívidas públicas correspondendo a menos de 20% do PIB.

Não se questiona, assim, a importância da dívida pública para a administração

³ “O nível de risco atribuído à dívida soberana normalmente serve como um ponto de referência para a avaliação da dívida privada no país, e ao contrário das economias avançadas, onde os soberanos têm a mais alta classificação, os tetos soberanos tornam mais difícil para as empresas privadas nas economias emergentes emprestar a taxas inferiores às do soberano. Assim, as repercussões negativas do risco-país são geralmente maiores do que o clássico efeito crowding-out enfatizado na literatura que se concentra em economias avançadas”. (Tradução nossa).

macroeconômica de um país. Todavia, vê-se que o nível de endividamento não é fator decisivo para a atribuição de classificações de risco. No entanto, um mau gerenciamento da dívida pública pode acarretar efeitos negativos para o país, como desequilíbrio fiscal, inibição de investimentos estrangeiros e perda de credibilidade. Por conseguinte, esses fatores podem vir a gerar desconfiança quanto ao futuro da economia e ocasionar rebaixamentos na nota de *rating* soberano indiretamente.

2.3.1 OS DETERMINANTES DOS *DEFAULTS* SOBERANOS

Os indicadores de risco soberanos são diversos. Como era de se esperar, a cada crise de dívida, os indicadores e as agências de classificação de risco são criticados e propensos a mudanças. Vale mencionar que as taxas de juros soberanas são a mais antiga e a mais básica dos indicadores e que embutem também a avaliação de risco das agências.

Uma taxa de juros nada mais é do que uma “taxa de compensação” por se emprestar dinheiro no momento presente e recebê-lo somente no futuro. Assim, o credor que empresta o dinheiro receberá a mesma quantia no futuro, acrescido de uma taxa, a ser definida por ambas as partes. Dado isso e considerando tudo o mais constante, quanto maior for o valor emprestado e quanto maior for o prazo para se pagar a dívida, maior será a taxa de juros (GAILLARD, 2014). No Brasil, por exemplo, os bancos utilizam uma taxa de referência básica, a taxa SELIC (Sistema Nacional Especial de Liquidação e Custódia).

Ainda de acordo com Gaillard (2014), há algumas outras características econômico-financeiras que afetam as taxas de juros, além do tempo e do montante do empréstimo. Algumas das mais importantes são o risco de inadimplência do devedor, a política monetária dos países mais influentes economicamente e a disponibilidade de liquidez nos mercados de capitais. Por isso, os investidores monitoram os diferenciais de taxas de juros, ou seja, as diferenças entre a remuneração de títulos considerados sem risco e a remuneração de títulos soberanos de países específicos.

Apesar de as taxas de juros serem um dos principais indicadores para determinar os diferenciais de risco de títulos soberanos, esses podem mudar bastante ao longo do tempo - às vezes até em curtos espaços de tempo - e podem não necessariamente estar correlacionados com alguma mudança política, macroeconômica ou financeira. Tal volatilidade pode ter outras causas

que não somente a saúde financeira de um país. Para Gaillard (2014), o aumento da mobilidade do capital, por exemplo, é uma das principais características do processo de financeirização que vem ocorrendo desde a década de 1990, e isso tem tornado as estratégias de portfólio dos investidores muito mais sensíveis a eventos alheios ao soberano devedor, e que podem mudar o *trade-off* entre risco e retorno.

Segundo Gaillard (2014), um *default* soberano é definido como o fracasso de um estado em cumprir com suas obrigações financeiras. Podemos ter vários tipos de *default*, o que exemplifica o fato de a credibilidade ou solvência soberana depender de fatores econômicos, políticos e financeiros.

Ainda segundo Gaillard (2014), há quatro principais formas que um soberano pode declarar *default*. Cada um deles pode ter uma causa diferente, revelando as pretensões e as capacidades de cada soberano. Assim, observa-se que o risco de *default* soberano depende tanto da capacidade quanto da disposição de pagamento do país.

Um ponto de partida é o repúdio da dívida. O mesmo está baseado na recusa em aceitar o caráter vinculativo de uma obrigação, seja por ter sido declarada ilegítima ou ilegal. É, portanto, um dos mais severos tipos de *default*, que normalmente estão relacionados com uma sucessão no governo. Esse tipo de *default* é um exemplo da “má vontade” de um devedor em honrar seus compromissos financeiros, e, pelo outro lado, não está estritamente vinculado à capacidade de pagamento.

Um país, ao tomar a decisão de “dar calote” e não mais fazer o pagamento de suas dívidas, estará assumindo um grande risco, pois perderá sua credibilidade frente ao demais países e detentores de riqueza. O acesso ao crédito internacional, após um episódio de repúdio da dívida, ficará muito mais complicado e difícil de se conseguir, já que nenhum país ou investidor vai confiar e acreditar que esse soberano honrará seus compromissos financeiros no futuro.

A moratória da dívida já sinaliza algo diferente do repúdio. A moratória é a suspensão dos pagamentos tanto do principal quanto dos juros ou da amortização. Ou seja, isso revela a vontade do devedor em reduzir a sua dívida, e não simplesmente de não a pagar, como é o caso do repúdio. Pode significar a paralisação de fato dos pagamentos ou então ser o resultado de uma

decisão jurídica. Deve-se apresentar as justificativas para provar a não capacidade de efetuar os pagamentos da dívida, assim o país realiza o requerimento para pausá-los.

Um governo, após declarar moratória, deve sofrer muita pressão externa por parte dos países credores, o que também acaba por afugentar os capitais estrangeiros para fora do país. A incerteza torna o país não atrativo para investimentos externos, prejudicando o desenvolvimento e o crescimento. Normalmente, a moratória acontece quando se atravessa momentos de turbulência, como crises econômicas, conflitos armados ou alguma calamidade pública.

A reestruturação da dívida, também chamada de reescalonamento, ocorre quando o devedor diminui a taxa de juros da dívida ou o montante devido, estende a maturidade, troca a denominação da moeda ou modifica alguma cláusula contratual, fazendo com que as novas condições sejam menos favoráveis ao credor do que as anteriores. Ela pode assumir duas formas: unilateral e negociada.

A reestruturação unilateral pode assumir mais de uma forma. Segundo Gaillard (2014, p. 5):

Um tipo de reestruturação não-negociada pode conciliar ajustamentos da dívida (com base em uma taxa de juros mais baixas, uma redução do capital, e a extensão do período de retorno) com as estratégias de conversão, consolidação ou unificação.

Esse tipo de renegociação foi bastante usada nos anos que se seguiram à crise de 1929, mas deixou de ser empregada na era da globalização financeira.

O segundo tipo de reestruturação unilateral consiste em converter dívida em moeda estrangeira para dívida em moeda local. Isso faz com que o peso da dívida diminua, visto que a moeda local, nesses casos, desvaloriza-se frente à moeda estrangeira. Mas também serve para incentivar os detentores da dívida a investir no país devedor.

O último tipo é a recompra de títulos realizada por um devedor inadimplente. Uma recompra de títulos a preços com desconto reduz o volume da dívida a reestruturar e reflete a relutância do devedor para negociar com os seus credores. Por ser uma maneira abusiva de negociar a dívida, essa reestruturação unilateral tem sido rara nas últimas décadas.

A reestruturação negociada está baseada na cooperação entre devedores e credores. Em 1868 foi fundada uma corporação para intermediar a relação entre os países devedores e credores. Foi chamada de *Corporation of Foreign Bondholders*, e foi um importante mecanismo para que investidores pudessem formular propostas para os países em *default*, especialmente durante os anos da Grande Depressão, que se seguiram após a crise de 1929.

O controle de câmbio é uma ferramenta importante não só para a política monetária, mas também porque pode desencadear um *default* em dívidas denominadas em moeda estrangeira. Há muitos casos em que o controle de câmbio precedeu um *default*; a imposição de controle de câmbio de um país pode levar ao *default* de outro. Em 2002, por exemplo, o maior banco do Paraguai, subsidiário de um banco argentino, foi liquidado depois que seu maior acionista foi atingido pelas medidas de congelamento de depósitos e controle de câmbio adotadas pelo governo da Argentina. Essa falência obrigou o Paraguai a renegociar seus títulos denominados em dólar (GAILLARD, 2014).

2.4 UNIVERSALIZAÇÃO DO RISCO SOBERANO E CRISES FINANCEIRAS NOS PAÍSES DESENVOLVIDOS

Durante muito tempo, o estudo do risco soberano ficou concentrado em países emergentes. Enquanto os países desenvolvidos não apresentaram nenhum caso de *default* no período pós-II Guerra Mundial, os emergentes sofriam com episódios de entrada massiva de capital, seguidos por crises financeiras. (PEPINO, 2013)

Esse panorama mudou drasticamente com as consequências da crise financeira mundial, iniciada nos EUA em 2007-08. As economias mais desenvolvidas viram um aumento brusco em seus passivos, prejudicando a sustentabilidade de suas dívidas públicas de médio prazo. Assim, de acordo com Pepino (2013), como resultado, muitos países perderem seu *status* de devedores de baixo ou nenhum risco, aumentando os seus custos de financiamento externo. A crise de dívida soberana da área do Euro representa exatamente a dificuldade de acesso aos mercados financeiros mundiais.

Durante toda a história econômica moderna, o poder econômico vem oscilando entre Estado e mercado. Desde o acordo de *Bretton Woods*, em 1944, o que se observou foi um aumento da importância do capital financeiro e da liberalização econômica (DORE, 2008). O

mercado, segundo a corrente econômica ortodoxa atual, deveria se deixar autorregular, pois assim, alcançaria o equilíbrio mais eficiente. Para tanto, a não-intervenção no mercado era a premissa básica.

O que se viu com a crise do *subprime* nos EUA, no entanto, foi diferente. Os governos nacionais e os bancos centrais tiveram que intervir na economia, resgatar grandes instituições financeiras e dar suporte para a economia real. Grandes somas em recursos públicos saíram dos cofres dos governos para os bancos nos EUA, no Reino Unido e outros países. A palavra “regulamentação” voltou à tona e os mercados e instituições financeiras voltariam, em tese, a estar sob uma maior supervisão do Estado.

Assim, a crise devolveu um pouco de poder para os Estados soberanos.

Willingly or under compulsion, states found themselves the determinant forces in the future of financial markets, choosing which institutions and sectors to support, owning a large part of the banking sector, and dictating new and increasingly more pervasive rules.⁴ (PEPINO, 2013, p. 18).

No entanto, deve-se perguntar o quanto de poder realmente voltou para as mãos do Estado, pois as necessidades adicionais de financiamento assumidas pelo setor público levam a uma outra conclusão. Agora, os soberanos se deparam com a necessidade de arrecadar recursos nos mercados internacionais, o que fortaleceu um mecanismo chave para que os mercados financeiros tivessem a capacidade de influenciar as decisões políticas e governamentais.

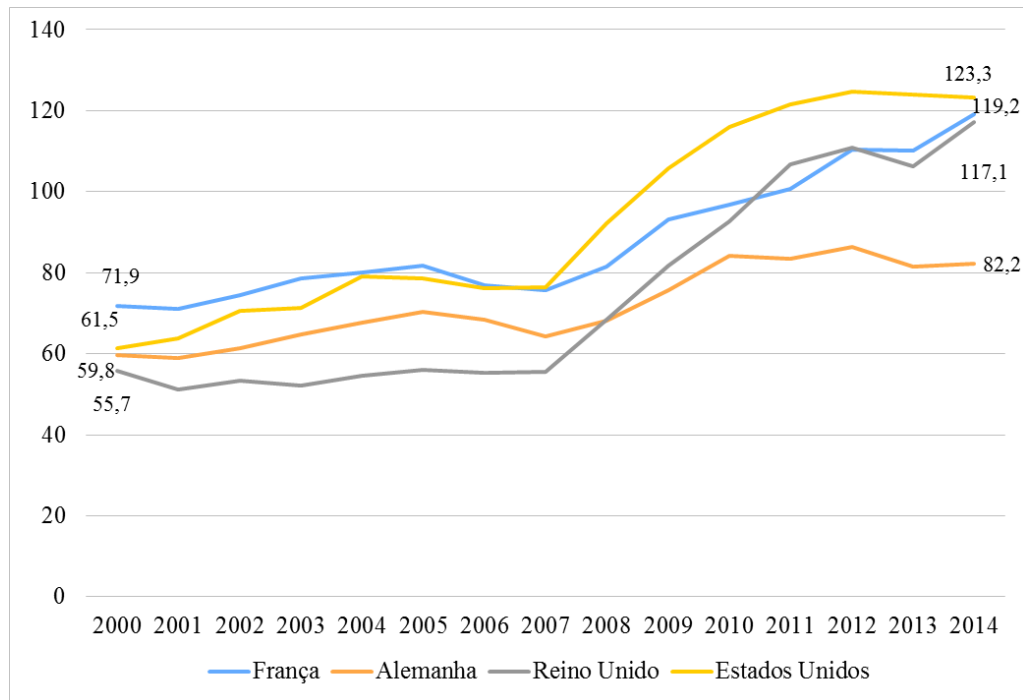
Dessa maneira, muitas vezes os riscos assumidos por instituições financeiras foram transferidos para os governos nacionais. Juntamente a isso, alguns outros fatores contribuíram para a deterioração das finanças públicas de muitos soberanos, como a recessão econômica, a crise no setor imobiliário, o crescente desemprego e também os custos das políticas fiscais expansionistas postas em prática como represália à crise. (PEPINO, 2013)

Uma consequência incomum da crise de 2007-08 foi que as finanças públicas dos países desenvolvidos foram mais atingidas do que as dos países em desenvolvimento. Em média, a dívida pública nas economias avançadas avançou rapidamente de 74% do PIB para 104% do PIB

⁴ “Por vontade própria ou sob compulsão, os estados se viram como as forças determinantes no futuro dos mercados financeiros, escolhendo quais as entidades e setores apoiar, sendo proprietários de uma grande parte do setor bancário, e ditando regras novas e cada vez mais invasivas”. (Tradução nossa).

em 2011, enquanto que nos mercados emergentes a mesma relação se manteve estável (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Dívida do governo geral (% PIB) em países selecionados (2000-2014)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da OECD (2015).

Como seria de se esperar, esse aumento nas dívidas públicas de vários países teve reflexos nos mercados financeiros. Para se proteger de possíveis *defaults*, os investidores começaram a exigir retornos mais altos para os empréstimos. Ou seja, se o risco aumentou, o retorno também teve aumentar para que se fizesse vantajoso para o credor emprestar fundos para os países que precisavam e estavam numa situação financeira não muito confortável (REINHART, ROGOFF, 2008)

Assim, a importância do risco soberano aumentou e os investidores passaram a ser mais criteriosos dentro dos grupos de classificação. Aumentaram as incertezas quanto à credibilidade e solvência dos soberanos, bem como em relação a sua capacidade e disposição de honrar suas dívidas (Reinhart e Rogoff (2008a). Títulos que antes eram considerados sem risco algum, *risk-free*, agora se encontravam em situação vulnerável.

O mercado de classificação de *ratings* soberanos refletiu esse cenário e diminuiu o *rating* de diversos países desenvolvidos. Fica clara, portanto, a perda de solvência dos soberanos devido à crise financeira. De acordo com Reinhart e Rogoff (2008a), risco soberano costumava ser um assunto relacionado apenas com as economias em desenvolvimento e emergentes; a crise, no entanto, levou o assunto até os países desenvolvidos, alertando os investidores de que o risco de *default* também existe para eles.

Reinhart e Rogoff (2008a), analisando através dos séculos o histórico de crises financeiras, apontam para alguns pontos importantes quanto às dívidas soberanas. Segundo o trabalho desses autores, de fato os *defaults* soberanos são muito mais frequentes em mercados emergentes. No entanto, diversos países que agora são considerados com alta solvência, já vivenciaram episódios de *default* ou então de reestruturação de dívida ou atraso no pagamento na primeira parte do século XX.

Outro fator que também pode ter levado os investidores a negligenciar o risco dos países desenvolvidos é que suas dívidas normalmente são emitidas em moeda local. Os países emergentes têm muitas vezes a necessidade de arrecadar financiamentos em moeda estrangeira, fazendo com que suas dívidas sejam denominadas em moeda estrangeira. A vantagem da dívida emitida em moeda local é a possibilidade de monetização da dívida, como alternativa para um aperto fiscal. Alguns autores consideram a monetização como um outro tipo de *default*:

Debt monetisation can be seen as an indirect form of debt default, albeit with different distributional implications, and historically inflation has often been seen as a less controversial way of eroding the real value of domestic debt⁵ (REINHART, ROGOFF, 2009, p. 174 apud PEPINO, 2012, p. 25).

Ainda de acordo com Reinhart e Rogoff (2009), a incidência de *defaults* soberanos aumenta em casos de crises financeiras severas, seja em países desenvolvidos ou em desenvolvimento. Assim, crise de dívida soberana pode ser considerada como um tipo de crise financeira, que inclui crise bancária e crise cambial na tipologia dos autores. Reinhart e Rogoff (2009) acreditam que uma crise financeira pode ser subdividida em uma sequência de crises setoriais, com crises bancária e cambial tipicamente seguidas de crises de dívida soberana. A

⁵ “Monetização da dívida pode ser vista como uma forma indireta de *default* da dívida, embora com diferentes implicações distributivas, e historicamente inflação tem sido vista como uma maneira menos controversa de erodir o valor real da dívida interna”. (Tradução nossa).

crise financeira de 2007-08 reflete esse padrão, com crises bancárias seguidas por crises de dívida soberana em diversos países.

2.5 CONCLUSÕES PRELIMINARES

Em resumo, é notável a importância da atividade de classificação de risco soberano no cenário econômico atual. Observou-se que essa atividade passou por momentos de expansão e contração ao longo dos séculos, mas que a tendência atual é de aumento da sua relevância perante os soberanos e investidores, devido à elevação da dimensão dos mercados financeiros e dos problemas fiscais.

Além disso, observa-se como são diversos os determinantes dessas classificações soberanas, mas com alguns indicadores tomando um peso maior, como é o caso da renda per capita e da inflação. Variadas também são as diferentes formas que um *default* pode assumir, levando em conta que ele depende não só da capacidade, mas também da disposição de pagamento do país.

Por fim, há uma correlação entre crises financeiras e risco soberano, no sentido de que a incidência de *defaults* aumenta em casos de crises financeiras severas. E também como as finanças públicas são atingidas, aumentando assim a relação entre dívida e PIB, e fazendo com que o país perca credibilidade e solvência no mercado internacional, o que resulta num rebaixamento em termos de classificação de risco soberano.

3 ANÁLISE DA DÍVIDA E DO RISCO SOBERANO BRASILEIRO

Esse capítulo tem como objetivo central o estudo de como se deu a evolução do risco soberano brasileiro desde o início das classificações na década de 1980. Na primeira seção, retomando a abordagem do capítulo anterior de isolar a discussão da dívida pública, é apresentada brevemente a evolução da dívida brasileira, desde o período colonial até os dias de hoje. Mostra-se como as dívidas interna e externa têm evoluído e se moldado até se apresentarem como nos dias atuais. São discutidos nessa análise os principais acontecimentos e aqueles que mais impactaram a dívida pública.

A seção 3.2 se dedica à análise das classificações do Brasil pelas três principais agências. Em seguida, observa-se como alguns dos principais determinantes dessas classificações, conforme visto no capítulo anterior, impactaram as classificações soberanas do Brasil.

3.1 DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: EVOLUÇÃO E SITUAÇÃO ATUAL

Esta seção discute a análise da evolução da dívida pública brasileira. Como visto no capítulo anterior, o nível de endividamento não é o fator predominante na classificação de risco soberano. Mas a evolução da estrutura das dívidas externa e interna e seus desdobramentos macroeconômicos ajudam a entender o progresso do *rating* soberano brasileiro. Afinal, a dívida é o objeto em questão das classificações.

As origens da dívida interna brasileira remontam aos séculos XVI e XVII, logo após a vinda dos portugueses para o país. Durante esse período colonial, os governadores da então colônia portuguesa já faziam empréstimos. No entanto, eles se confundiam com os empréstimos pessoais desses governadores, tornando confusa a administração e o entendimento da finalidade de cada empréstimo (SILVA, 2009).

Os déficits foram aumentando especialmente entre os anos de 1808 e 1821, período em que D. João VI se estabeleceu no Brasil com a sua Corte, devido às invasões napoleônicas em Portugal. Assim, as despesas para manutenção da família real e toda sua corte, e também os gastos para manter o exército português aumentaram significativamente. Lembrando que os recursos para financiamento desses gastos eram limitados, dado que já não se podia mais contar com auxílio financeiro de Portugal.

Essa situação se deteriorou ainda mais com a volta de D. João VI para Portugal. Segundo Bouças (1950, p. 22):

A situação tornou-se mais crítica ao retirar-se ele (D. João VI) com sua comitiva para o Reino, pois a maior parte da moeda de ouro e de prata existente foi transferida para Lisboa na frota que conduziu o rei, ficando o Tesouro Público, na fiel expressão do ministro da Fazenda, o conselheiro Martim Francisco Ribeiro de Andrada, “sem real em seus cofres.

No período do Brasil Império (1822-1889), às dificuldades financeiras foram somadas as turbulências dos primeiros anos de independência. O imperador D. Pedro I deixou o seu legado ao decretar, em 20 de setembro de 1825, uma comissão para promover a apuração e a institucionalização da dívida pública interna no Brasil. “Pela primeira vez executava-se uma medida com a finalidade de institucionalizar a dívida pública interna, dar-lhe caráter de dívida nacional, pela qual toda a Nação é responsável, desvinculando-a do caráter de dívida pessoal do governante” (NETO, 1980).

A administração e o controle de fato da dívida começaram com a Lei de 15 de novembro de 1827, iniciando concretamente a história da dívida interna fundada – via emissão de 12 mil contos de réis (SILVA, 2009). Nesse período, as dificuldades financeiras se refletiram num grande aumento da dívida. A evolução socioeconômica do país, tendo muitas despesas com pacificações de províncias, caracterizou a dinâmica de endividamento, interno e também externo, do Brasil Império.

3.1.1 DÍVIDA PÚBLICA INTERNA

A partir da Independência do Brasil, em 1822, houve a separação política da então metrópole, Portugal. No entanto, o Império teve que assumir a obrigação das dívidas contraídas em Londres pela Casa Real Portuguesa (BOUÇAS, 1950). Assim, a dependência econômica não só permanecia, como também era agravada.

A dívida pública interna no início do período republicano tinha como principal problema a sua elevada fragmentação, dada a grande diversidade de instrumentos com prazos e taxas de juros distintos. Segundo Pedras (2009), houve várias tentativas para se resolver tal problema ao longo do período. Apenas em 1956 uma lei de reestruturação do serviço da dívida interna federal tentou padronizá-la, agrupando os empréstimos em quatro graus, uniformizando o prazo de

resgate e estabelecendo prazos mínimos de amortização. Entretanto, os juros não foram uniformizados, deixando mais uma falha no sistema. Em 1962, houve uma nova consolidação, agora unificando os juros em 7% anuais.

O fato é que até o início da década de 1960 o mercado de títulos era muito incipiente, e dada a inflação e a inexistência de correção monetária, os títulos públicos eram pouco atraentes. Isso impossibilitava o governo de financiar o déficit orçamentário por meio da dívida pública e também de utilizar as operações de mercado aberto como alternativa de política monetária (HOLANDA; LOUREIRO, 2003)

A partir de 1964, a estrutura da dívida pública brasileira, tanto externa quanto interna, começou a sofrer diversas transformações. Com o governo militar de Castello Branco, foi estabelecido o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), que tinha como objetivo a redução da taxa de inflação. Dentre as mudanças pretendidas com o plano, estava a necessidade de reformas no sistema financeiro nacional. Para tanto, fazia-se preciso o desenvolvimento de um mercado eficiente de títulos públicos, para propiciar tanto a demanda para o financiamento dos déficits públicos, quanto a viabilização das operações de política monetária (PEDRAS, 2009).

No mesmo ano ocorreu a criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil. A fim de aprimorar o mercado de títulos públicos, foi instituída a correção monetária, para evitar perdas de poder aquisitivo da moeda por parte dos investidores nestes títulos. Foi criada então a ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional), um título indexado à inflação e o primeiro instrumento padronizado da dívida pública. Com esse avanço do mercado de títulos públicos, a dívida pública federal interna apresentou altas taxas de crescimento, e então já estava cumprindo com uma das suas funções: financiamento do déficit público.

Segundo Llussá (1998, apud Holanda; Loureiro, 2003, p. 10)

A relevância dessas reformas estava no fato de indicarem a intenção de se organizar um mercado secundário de títulos da dívida pública, que além de facilitar o financiamento do Tesouro, poderia funcionar como um meio pelo do qual as políticas fiscal, monetária e cambial poderiam ser executadas.

O próximo passo agora era usar a dívida pública para propiciar instrumentos para a execução da política monetária. Até então só havia as ORTNs para tal objetivo; por isso, em 1970

foram criadas as Letras do Tesouro Nacional (LTNs), títulos prefixados de prazo inferior ao da ORTN.

Até então a década estava evoluindo com altas taxas de crescimento e uma taxa de inflação que parecia sob controle. O primeiro choque do petróleo, no entanto, trouxe alguns efeitos negativos sobre o país. A inflação disparou, fazendo com que os investidores preferissem as ORTNs às LTNs, por possuir correção monetária. E as taxas de crescimento estagnaram, saindo da trajetória de crescimento dos anos anteriores.

O panorama fica ainda pior a partir do segundo choque do petróleo em 1979. A inflação atingiu níveis altíssimos e a taxa de crescimento começou a operar no campo negativo. Já a dívida pública interna voltou a ser constituída basicamente por ORTNs, indexados à inflação e de prazos mais longos do que as LTNs. Por isso, o prazo médio da dívida passou de 15 meses em 1972 para 26 meses ao final de 1983 (PEDRAS, 2009).

O grande desafio econômico da década de 1980 passou a ser a manutenção da inflação sob controle. Até 1986 vinham sendo aplicadas tentativas de cunho “ortodoxo”, aumentando os juros e implementando uma política monetária restritiva (PEDRAS, 2009). Essas tentativas, todavia, não estavam sendo bem-sucedidas. Por isso, o governo se inclinou para tentativas “heterodoxas”. O primeiro exemplo seria o Plano Cruzado, que decretou um congelamento de preços, o fim da correção monetária e reduziu as taxas reais de juros.

O plano não funcionou, a inflação voltou a aumentar assim que os preços foram descongelados e o déficit público acabou saindo do controle. Em 1987, a moratória da dívida externa jogou ainda mais pressão sobre as contas públicas, pois gerou a necessidade ainda maior de financiamento por meio da dívida interna. Conforme a economia estava sendo afetada por diversos choques, a inflação só aumentava e a situação fiscal saía ainda mais do controle (PEDRAS, 2009).

É importante citar o fato de que a inflação brasileira não foi acompanhada de um processo de dolarização (BEVILAQUA, A.; GARCIA, M., 1999), como aconteceu em diversos outros países da América Latina. O porquê dessa singularidade brasileira foi a existência de um substituto para a moeda doméstica, ou seja, os depósitos bancários cujas contrapartes nos ativos

bancários eram títulos públicos. Assim, a dívida pública serviu como uma proteção contra a inflação.

Em 1990, o governo implementou uma nova iniciativa para combater os problemas vividos pelo Brasil. O Plano Collor adotou uma medida drástica e congelou grande parte dos ativos financeiros do país. O impacto sobre a dívida pública foi enorme, pois segundo Pedras (2009, p. 65)

Com esse artifício, o governo promoveu a troca compulsória da dívida em poder do mercado por outra, retida por 18 meses no Banco Central, rendendo BTN⁶ 6% a.a. Ou seja, o estoque, antes remunerado pela taxa Selic, passou a ser remunerado a uma taxa muito inferior, gerando ganhos consideráveis para o governo.

Apesar desse ganho para o governo, o plano foi extremamente impopular e pouco tempo depois o presidente Fernando Collor sofreria o *impeachment*. Além disso, os problemas da inflação e do baixo crescimento não foram resolvidos. A solução para o primeiro somente veio em 1994 com o Plano Real. Ele partia do princípio de que a inflação tinha um importante componente inercial, como os demais planos também já haviam estabelecido. O plano, todavia, manteve altas taxas de juros.

A inflação foi finalmente controlada e a economia brasileira conseguiu encontrar um período de certa estabilidade de preços. A dívida interna, contudo, continuou em trajetória ascendente, principalmente por conta da manutenção de uma taxa de juros alta. A partir de então, o governo estipulou alguns objetivos para buscar melhorar a composição da dívida.

These objectives included lengthening the average maturity of the debt, increasing the share of fixed-rate securities in total debt outstanding and reducing simultaneously the share of dollar and overnight rate-linked securities, and fostering the secondary market of public debt". (FIGUEIREDO; FACHADA; GOLDENSTEIN, 2002, p. 81) ⁷

Os objetivos agora seriam os de manter superávits fiscais e também melhorar cada vez mais a composição da dívida interna, para que a percepção dos investidores em relação ao país

⁶ As BTNs foram criadas em 1989 como instrumento de indexação da economia e eram corrigidas pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), do IBGE (PEDRAS, 2009, p. 65).

⁷ Estes objetivos incluíam o alongamento do prazo médio da dívida, o aumento da participação dos títulos prefixados na dívida total e reduzir simultaneamente a participação de títulos atrelados ao dólar e à taxa overnight, e fomentar o mercado secundário da dívida pública. (Tradução nossa)

melhorasse. O grande desafio da dívida pública passaria a ser vista – e usada – como “fonte eficiente de canalização de recursos para investimentos públicos e referência para emissões de títulos privados” (PEDRAS, 2009, p.69).

3.1.2 DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EXTERNA

A dívida externa sofreu períodos de instabilidade nos primeiros anos da República, devido às crises no balanço de pagamentos. O período ficou marcado principalmente por diversos empréstimos de consolidação (*funding loans*), em 1898, 1914 e 1931 (BOUÇAS, 1950). Assim, no início do século XX, o país experimentou um rápido crescimento do endividamento externo.

Em 1943, ocorreu o acordo permanente da dívida externa. Tal acordo consolidou toda a dívida externa brasileira, alongando seu prazo por quarenta a sessenta anos e reduzindo tanto o principal quanto os juros. As condições impostas reduziram 50% do saldo da dívida externa em circulação (SILVA, 2009).

O desequilíbrio nas contas externas voltou a ocorrer nos anos 1950 por conta do déficit em conta corrente, que eliminou as reservas internacionais. Segundo Silva (2009), no final dessa década, a dívida externa aumentou fortemente, devido à política de expansão econômica, comandada por Juscelino Kubitschek, e financiada em grande parte com empréstimos de fornecedores com garantias do governo.

O fato de as taxas de crescimento durante a segunda metade da década de 1960 terem sido altas gerou a necessidade de se obter recursos para financiar esse crescimento. Assim, o Brasil experimentou um forte aumento nas entradas de capitais externos. Essa situação começou a se reverter com o primeiro choque do petróleo, em 1973. A elevação abrupta do preço do petróleo deteriorou o balanço de pagamentos brasileiro, provocando grande saída de recursos do país (SILVA, 2009).

O endividamento externo se transformava, portanto, em um dos grandes problemas do Brasil. Segundo Mollo (1977), a partir de 1973 o endividamento começava a afastar os investimentos, em vez de atraí-los, já que as saídas de capitais sob forma de juros e amortizações eram maiores do que as entradas. Assim, enquanto que no mercado interno o grande desafio era o combate à inflação, no externo era o crescente endividamento.

O segundo choque do petróleo em 1979 veio a agravar a situação de endividamento externo brasileiro. Os EUA, a fim de conter o aumento nas suas taxas de inflação, elevou as taxas de juros. Isso provocou uma consequência negativa para o Brasil: um forte aumento nos custos dos empréstimos (SILVA, 2009). Com isso, o país não tinha mais como financiar as suas políticas econômicas, e seu balanço de pagamentos entrou em um processo de declínio, tornando mais grave a situação econômica brasileira.

No período de 1973 a 1982, por exemplo, a dívida externa bruta aumentou de maneira bastante expressiva. O PIB, no entanto, cresceu relativamente muito menos, fazendo com que a relação dívida externa e Produto Interno Bruto se elevasse drasticamente. As causas desse endividamento acelerado, de acordo com Lopes (1982), remetem aos acontecimentos econômicos dos anos anteriores, como os dois choques do petróleo, os ambiciosos planos de investimentos por parte do governo e da euforia advinda dos anos do "milagre brasileiro".

Alto endividamento externo, inflação elevada, dificuldades em tomar empréstimos, aumento nas taxas de juros internacionais: esse é o panorama que resultou numa brusca redução do crescimento e motivou a década de 1980 a ser chamada de “a década perdida”. O Brasil, no entanto, ainda optava por não recorrer ao FMI (Fundo Monetário Internacional) (SILVA, 2009).

O próximo episódio no cenário econômico externo que impactou de forma bastante significativa a situação da dívida externa brasileira foi a moratória do México. A economia mexicana estava na época, como sempre, extremamente atrelada à economia norte-americana e sofreu grandes impactos devido às duas crises do petróleo. Com o aumento das taxas de juros no EUA, o país sofreu uma grande diminuição na oferta de financiamentos. Junto a isso, ainda ocorreu uma queda nos preços das principais commodities exportadas pelo país. Todos esses acontecimentos levaram o México a interromper os pagamentos da sua dívida e declarar a moratória em agosto de 1982.

As consequências para o Brasil foram uma perda de credibilidade, que se deu para os países em desenvolvimento, e um cenário pior para empréstimos e financiamentos. A partir de então, o Brasil começou a buscar ajuda internacional e iniciou conversas com o FMI. Em paralelo a isso, foram realizadas diversas operações de reestruturação da dívida externa; no entanto,

nenhuma delas resolvia os problemas de fato, e somente postergava-os (PEDRAS, 2009).

Em fevereiro de 1987, o governo brasileiro suspendeu todos os pagamentos de juros relativos às dívidas de médio e longo prazo por tempo indeterminado, a chamada moratória. Uma das grandes causas foi a grande queda do saldo da balança comercial no final do ano de 1986, devido principalmente à forte expansão da demanda interna (BATISTA JÚNIOR, 1988). Com o Plano Cruzado, as despesas de consumo e os investimentos haviam aumentando de forma bastante acentuada. Além disso, houve uma forte redução da safra agrícola, que exigiu maiores importações de alimentos.

Essa queda brusca da balança comercial implicou numa diminuição ainda mais perigosa das reservas internacionais do país. Isso acabou por agravar a instabilidade financeira e por levar de vez o Plano Cruzado ao colapso. A decisão do Ministério da Fazenda foi, então, decretar a moratória. Com isso, havia duas funções que se esperava que a moratória cumprisse. A primeira era a de parar a queda das reservas e, posteriormente, aumentar o seu nível.

De acordo com Batista Júnior (1988, p. 30):

A sua função mais importante era sinalizar a determinação do governo brasileiro de modificar a natureza do processo de negociação e de obter, através de uma negociação qualitativamente diferente, uma solução duradoura para o problema da dívida externa. Vale dizer, a moratória era fundamentalmente um instrumento de negociação.

Dois aspectos são importantes nesse decreto da moratória. O primeiro é o fato de a suspensão dos pagamentos resultarem de uma decisão unilateral, e assim representar uma decisão definitiva por parte do governo. E o segundo por ter sido declarada por tempo indeterminado (BATISTA JÚNIOR, 1988). Ou seja, a fim de que os pagamentos voltassem a ocorrer, dever-se-ia chegar a um acordo, que, obviamente, fosse favorável ao Brasil. Deixava-se claro, portanto, de que haveria um processo de negociação.

Esse processo de negociação da dívida, no entanto, durou pouco tempo. Em setembro de 1987, o governo suspendeu a moratória decretada em fevereiro. A crise política vivida naquele período pelo Brasil e a pressão do governo americano foram decisivas para que se entrasse em um acordo rapidamente e voltassem a ocorrer os pagamentos dos juros da dívida. O acordo feito previa o pagamento de um terço dos juros de 1987 e o refinanciamento dos outros dois terços

com um empréstimo de curto prazo (BATISTA JÚNIOR, 1988). Assim, a moratória não resolvia o problema estrutural da dívida brasileira e voltava-se à forma convencional de negociação.

Dada a incapacidade de pagamento, os EUA reconheceram a necessidade da mudança no tratamento da dívida (ALMEIDA, 2001). Em 1989, foi lançado nos EUA um plano de reestruturação da dívida externa de alguns países em desenvolvimento. Tal plano previa a troca de empréstimos anteriores por novos títulos - chamados *Brady Bonds* -, que poderiam ser negociados posteriormente no mercado. O Brasil aderiu ao plano em abril de 1994 e esses títulos, que passaram a ser negociados livremente no mercado internacional, criaram as bases do novo modelo de endividamento no país, que dura até hoje.

A criação do Plano Real, que tinha como principal objetivo o combate à inflação, também representou um ponto importante na trajetória da dívida externa. Para o sucesso do plano, no que se diz respeito à inflação, foi estabelecida uma âncora cambial, que somente podia ser sustentada com juros altos, a fim de atrair o capital externo. O endividamento externo agora estava baseado na captação de recursos externos via emissão de títulos no mercado internacional.

A partir de então, o Brasil tem conseguido acesso ao mercado externo, mesmo com as sucessivas crises internacionais, como a crise asiática de 1997 e a da Argentina em 2001. Em 2005, sob a presidência de Luís Inácio Lula da Silva, o endividamento externo começa a se modificar novamente, com o desmonte dos *Brady Bonds*. Segundo Pedras (2009, p.76):

Também a partir desse ano a estratégia de endividamento passaria a se concentrar na definição de benchmarks, com o início da reabertura de emissões de um título diversas vezes, aumentando sua liquidez em mercado. Tal estratégia tinha por objetivo a construção de uma curva de juros externa mais eficiente.

Hoje o país se encontra numa situação confortável quanto à administração de sua dívida pública externa. As mudanças recentes contribuíram para moldar uma dívida externa de tamanho reduzido e diluída ao longo do tempo, além também de trazer baixo risco cambial. Segundo Alves e Silva (2009, p. 150) “com a crescente confiança no controle inflacionário, o país logrou promover a desindexação gradual de sua dívida e construir estratégias visando a mudar sua composição e seu perfil de vencimentos”.

3.2 HISTÓRICO DOS RATINGS SOBERANOS BRASILEIROS

A primeira classificação de risco soberano voltada para o Brasil data de Novembro de 1986, quando foi classificada a dívida de longo prazo pela agência Moody's. Conforme podemos ver na Tabela 2 abaixo, a agência atribuiu a nota Ba1 para a dívida de longo prazo em moeda estrangeira, configurando, portanto, um grau de especulação. Oito anos depois, a Standard & Poor's também classificou a dívida em moeda estrangeira, com nota B e perspectiva positiva. Pouco tempo depois, a Fitch seguiu a mesma linha e fez sua primeira classificação para o Brasil, com a nota B+.

Tabela 2 – Histórico de classificação soberana do Brasil (1986-2016) (continua)

Data	S&P		Fitch		Moody's		Ação
	Moeda Estrangeira	Moeda Local	Moeda Estrangeira	Moeda Local	Moeda Estrangeira	Moeda Local	
17/fev/16	BB	BB					Redução da Nota
16/dez/15			BB+	BB+			Redução da Nota
15/out/15			BBB-	BBB-			Redução da Nota
09/set/15	BB+	BBB-					Redução da Nota com revisão da perspectiva para negativa
11/ago/15					Baa3	Baa2	Redução da Nota com revisão da perspectiva para estável
27/jul/15	BBB-	BBB+					Revisão da perspectiva para negativa
09/abr/15			BBB	BBB			Revisão da perspectiva para negativa
09/set/14					Baa2		Revisão da perspectiva para negativa
21/mar/14	BBB-	BBB+					Redução da Nota com revisão da perspectiva para estável
06/jun/13	BBB	A-					Revisão da perspectiva para negativa
18/dez/12	BBB	A-					Confirmação da nota
21/nov/12					Baa2	Baa2	Confirmação da nota
26/jul/12			BBB	BBB			Confirmação da nota
17/nov/11	BBB	A-					Elevação da nota, com perspectiva estável
25/ago/11		BBB+					Revisão da perspectiva para positiva
24/jun/11					Baa2	Baa2	Elevação da nota, com perspectiva positiva
23/mai/11	BBB-						Revisão da perspectiva para positiva
04/abr/11			BBB	BBB			Elevação da nota, com perspectiva estável
28/jun/10			BBB-	BBB-			Revisão da perspectiva para positiva
22/set/09					Baa3	Baa3	Elevação da nota, com perspectiva positiva
06/jul/09					Ba1	Ba1	Nota sob revisão
12/mai/09			BBB-	BBB-			Confirmação da nota
10/nov/08			BBB-	BBB-			Confirmação da nota
29/mai/08			BBB-	BBB-			Elevação da nota, com perspectiva estável
30/abr/08	BBB-	BBB+					Elevação da nota, com perspectiva estável
01/ago/07					Ba1	Ba1	Elevação da nota, com perspectiva estável
16/mai/07	BB+	BBB					Elevação da nota, com perspectiva positiva
10/mai/07			BB+	BB+			Elevação da nota, com perspectiva estável
24/mai/07					Ba2	Ba2	Nota sob revisão
05/fev/07			BB	BB			Revisão da perspectiva para positiva
22/nov/06	BB	BB+					Revisão da perspectiva para positiva
31/ago/06					Ba2	Ba2	Elevação da nota, com perspectiva estável
01/ago/06					Ba3	Ba3	Nota sob revisão
28/jun/06			BB	BB			Elevação da nota, com perspectiva estável
28/fev/06	BB	BB+					Elevação da nota, com perspectiva estável
14/dez/05			BB-	BB-			Nota sob revisão
08/nov/05	BB-	BB					Revisão da perspectiva para positiva
12/out/05					Ba3		Elevação da nota, com perspectiva positiva
11/out/05			BB-	BB-			Revisão da perspectiva para positiva
11/jul/05			BB-	BB-			Confirmação da nota
12/jan/05					B1	Ba3	Revisão da perspectiva para positiva
28/set/04			BB-	BB-			Elevação da nota, com perspectiva estável
17/set/04	BB-						Elevação da nota, com perspectiva estável
09/set/04					B1	Ba3	Elevação da nota, com perspectiva estável
11-Dec-03	B+						Revisão da perspectiva para positiva

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil – BCB (2016).

Tabela 2 – Histórico de classificação soberana do Brasil (1986-2016) (conclusão)

Data	S&P		Fitch		Moody's		Ação
	Moeda Estrangeira	Moeda Local	Moeda Estrangeira	Moeda Local	Moeda Estrangeira	Moeda Local	
06/nov/03			B+	B+			Elevação da nota, com perspectiva estável
03/jun/03			B	B			Revisão da perspectiva para positiva
29-Apr-03	B+	BB					Revisão da perspectiva para estável
10/mar/03			B	B			Revisão da perspectiva para estável
21/out/02			B	B			Rebaixamento da nota, com perspectiva negativa
12/ago/02					B2	B2	Rebaixamento da nota, com perspectiva estável
01-Aug-02			B+	B+			Nota sob revisão
02/jul/02	B+	BB					Rebaixamento da nota, com perspectiva negativa
20/jun/02					B1	B1	Revisão da perspectiva para negativa
04/jun/02				B+	B1	B1	Revisão da perspectiva para estável
20/jun/02			B+				Rebaixamento da nota, com perspectiva negativa
28/fev/02			BB-	B+			Confirmação da nota, com perspectiva negativa
27/fev/02					B1	B1	Revisão da perspectiva para positiva
09/ago/01	BB-	BB+					Revisão da perspectiva para negativa
17/jul/01			BB-	B+			Revisão da perspectiva para negativa
08/mar/01			BB-	B+			Confirmação da nota
03/jan/01	BB-	BB+					Elevação da nota, com perspectiva estável
16/out/00					B1	B1	Elevação da nota
21/set/00			BB-	B+			Confirmação da nota, com perspectiva estável
17/ago/00					B2	B3	Nota sob revisão
19/mar/00				B+			Confirmação da nota
19/mar/00			BB-				Elevação da nota
29/fev/00	B+						Revisão da perspectiva para positiva
29/fev/00		BB					Elevação da nota, com perspectiva positiva
22/fev/00			B+	B+			Elevação da nota
16/dez/99						B3	Elevação da nota
10/nov/99	B+	BB-					Revisão da perspectiva para estável
26/jan/99			B	B			Rebaixamento da nota
14/jan/99	B+	BB-					Rebaixamento da nota, com perspectiva negativa
10/set/98	BB-	BB+					Revisão da perspectiva para negativa
03/set/98					B2	Caa1	Rebaixamento da nota
19/jun/98						B2	Nova avaliação
03/dez/97				BB-			Nova avaliação
03/dez/97			B+				Confirmação da nota
02/abr/97	BB-	BB+					Elevação da nota, com perspectiva estável
07/mar/97					B1		Confirmação de perspectiva estável
19/jun/96		BB					Nova avaliação, com perspectiva positiva
20/dez/95	B+						Revisão da perspectiva para positiva
26/out/95			B+				Confirmação da nota
18/jul/95	B+						Elevação da nota, com perspectiva estável
01/dez/94			B+				Nova avaliação
30/nov/94	B						Nova avaliação, com perspectiva positiva
30/nov/94					B1		Elevação da nota
05/out/94					B2		Nota sob revisão
31/mar/89					B2		Rebaixamento da nota
18/nov/86					Ba1		Nova avaliação

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil – BCB (2016).

A fim de se efetuar uma análise quantitativa dessas classificações ao longo do tempo propõe-se a associação de cada classificação a um número, conforme a Tabela 3. Como cada agência tem a sua própria nomenclatura e símbolos diferentes para cada classificação, fica difícil traçar uma comparação entre elas. Essa proposta de atribuir uma escala numérica para cada conjunto de classificações permite analisar e comparar as notas de todas as agências de forma harmonizada. Assume-se que os intervalos de classificação são equivalentes para as três agências, isto é, que a escala é linear, e que a distância entre os rankings 23 e 24, por exemplo, é a mesma que a distância entre os rankings 1 e 2 para todas as classificações, inclusive a distância entre 10 e

11, quando há a transição do grau especulativo para o grau de investimento.

Tabela 3 – Harmonização da escala de classificação de risco

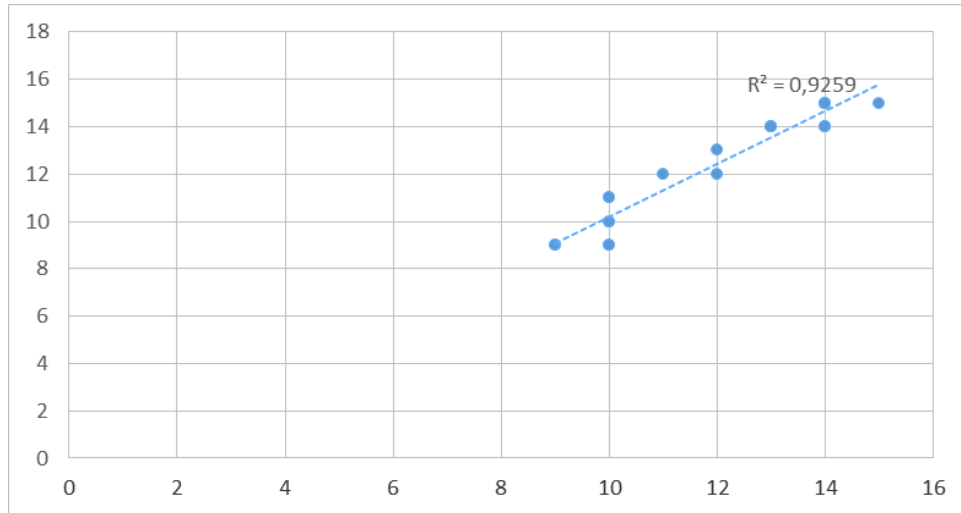
Fitch	Moody's	S&P	Escala
<i>Grau de investimento</i>			
AAA	Aaa	AAA	1
AA+	Aa1	AA+	2
AA	Aa2	AA	3
AA-	Aa3	AA-	4
A+	A1	A+	5
A	A2	A	6
A-	A3	A-	7
BBB+	Baa1	BBB+	8
BBB	Baa2	BBB	9
BBB-	Baa3	BBB-	10
<i>Grau de especulação</i>			
BB+	Ba1	BB+	11
BB	Ba2	BB	12
BB-	Ba3	BB-	13
B+	B1	B+	14
B	B2	B	15
B-	B3	B-	16
CCC+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

Fonte: S&P (2016), Fitch (2016), Moody's (2016). Elaboração própria.

Sendo assim, quanto melhor for a classificação menor será o número. A melhor classificação de cada agência recebe na escala numérica o número 1, e a pior nota (apenas para a agência Fitch) o número 24. O grau de investimento se situa entre os números 1 e 10, e o grau de especulação entre o 11 e o 24. Como cada agência divulgou suas classificações do risco soberano brasileiro em dias diferentes, faz-se preciso que tenham eixos diferentes e, por isso, gráficos separados. Pode-se observar que os três gráficos seguem as mesmas tendências ao longo dos anos, apesar de abarcarem períodos um pouco diferentes uns dos outros. Essa tendência é

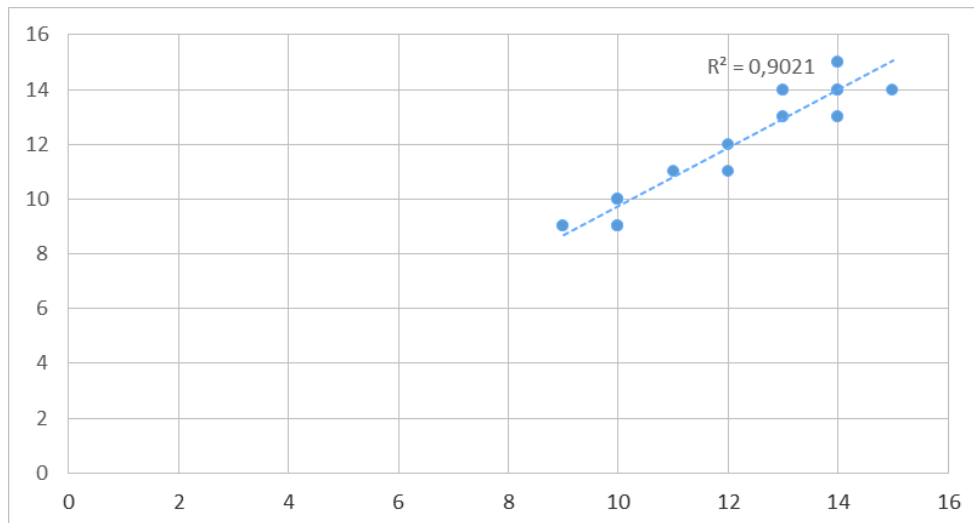
comprovada ao se analisar o índice de correlação para cada par de classificação. A seguir, temos os gráficos de dispersão, em que se valida a ideia de que as correlações são bem altas entre as classificações das agências, mas não são perfeitamente correlacionadas, sugerindo a possibilidade de pequenas divergências ao longo do tempo.

Gráfico 2 – Correlação entre as classificações da S&P e Moody's (1994 – 2016)



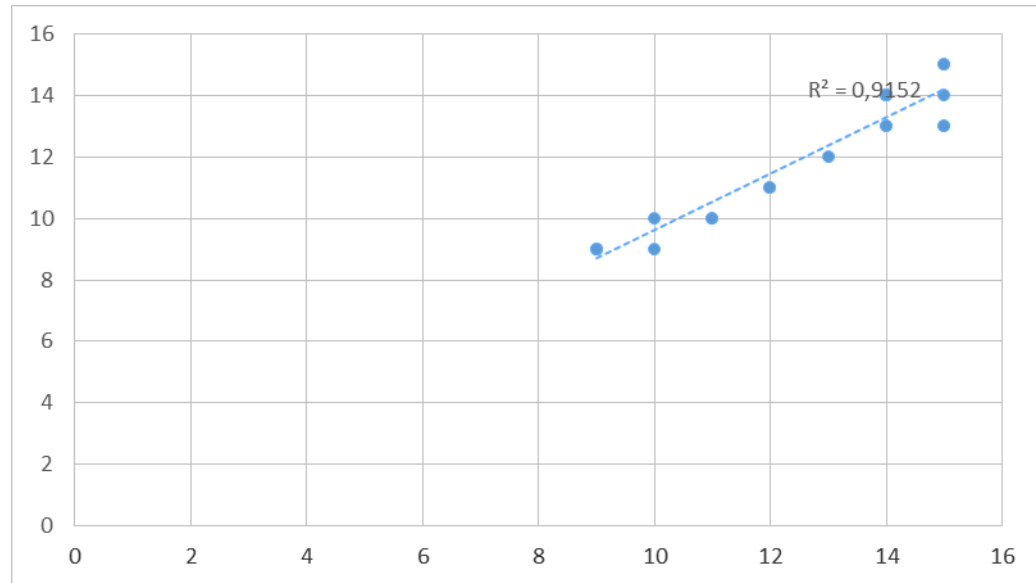
Fonte: BCB (2016). Elaboração própria.

Gráfico 3 - Correlação entre as classificações da S&P e Fitch (1994 – 2016)



Fonte: BCB (2016). Elaboração própria.

Gráfico 4 - Correlação entre as classificações da Moody's e Fitch (1994 – 2016)

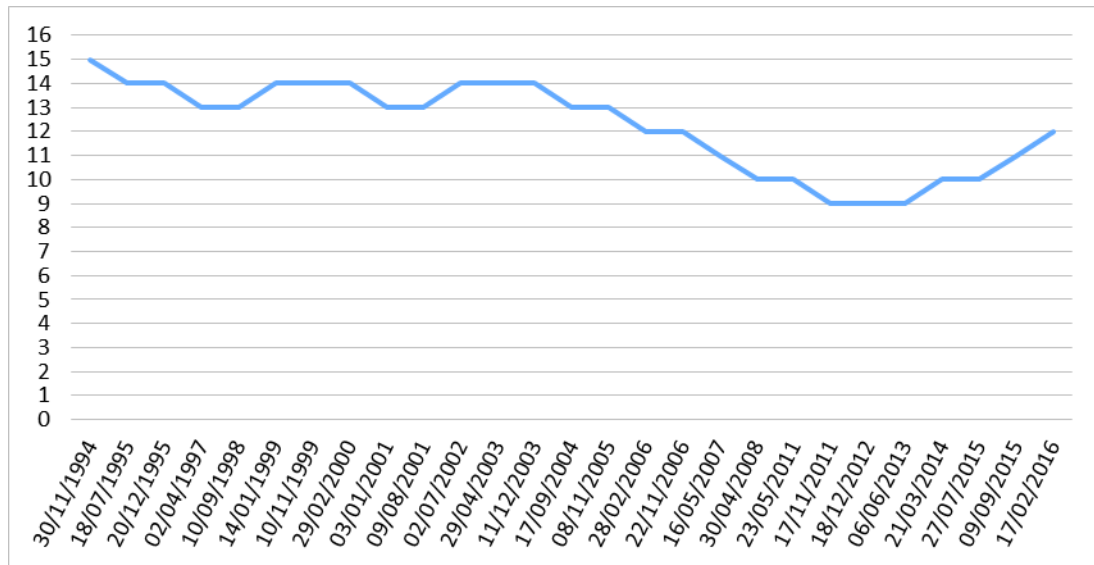


Fonte: BCB (2016). Elaboração própria.

Para cada par de classificação, a correlação entre os *ratings* das diferentes agências foi maior do que 0,90. Isso reafirma a noção de que as três principais agências classificadoras de risco soberano seguem tendências semelhantes e divulgam resultados consistentes entre si.

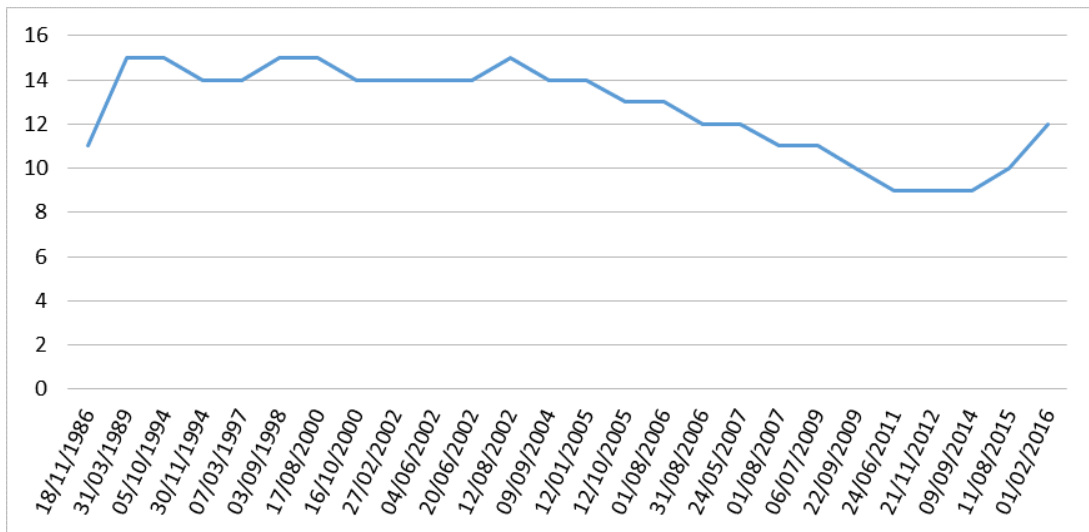
Nos gráficos a seguir temos as classificações da dívida de longo prazo brasileira em moeda estrangeira pelas três principais agências. O histórico da Fitch vai de final de 1994 até final de 2015; o da Moody's abrange de final de 1986 até metade de 2015; e o da S&P de final de 1994 até fevereiro de 2016.

Gráfico 5 – Classificações da dívida de longo prazo brasileira em moeda estrangeira pela S&P (1994-2016)



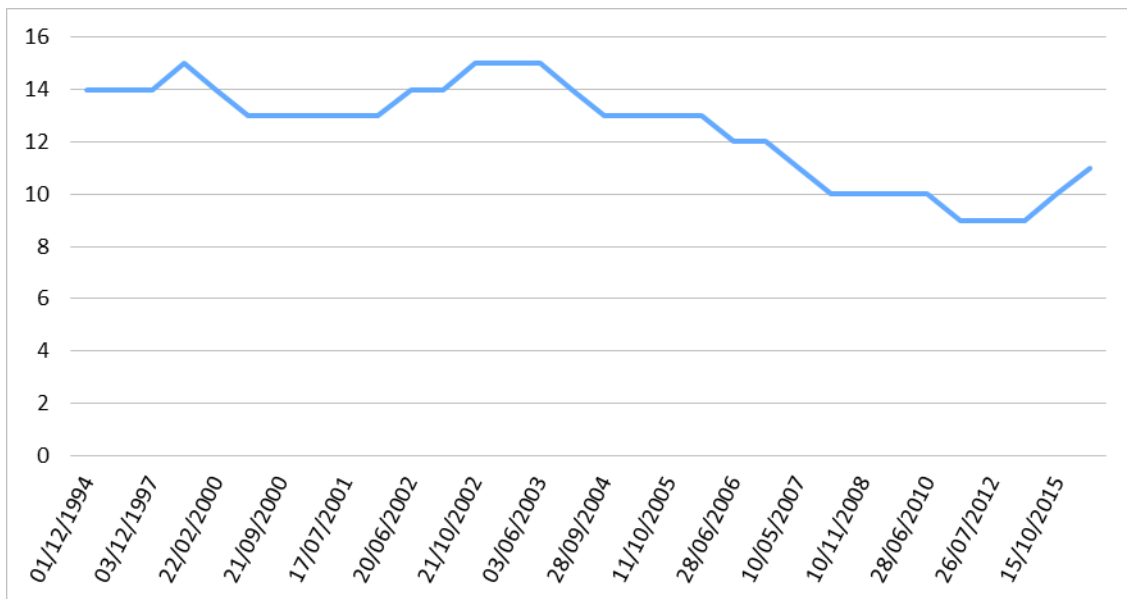
Fonte: BCB (2016). Elaboração própria.

Gráfico 6 - Classificações da dívida de longo prazo brasileira em moeda estrangeira pela Moody's (1986-2016)



Fonte: BCB (2016). Elaboração própria.

Gráfico 7 - Classificações da dívida de longo prazo brasileira em moeda estrangeira pela Fitch (1994-2015)



Fonte: BCB (2016). Elaboração própria.

Podemos observar como as classificações variam ao longo do tempo, tendo tanto momentos de queda, quanto de ascensão, mas também de estabilidade. Nas classificações da Moody's e da Fitch por exemplo, vemos alguns períodos de repetição da avaliação, que vai de 2000 a 2002. Na escala da Fitch a nota é de BB- e na Moody's é de B1, ambas consideradas grau de especulação.

Cabe notar que, de uma perspectiva mais ampla, os períodos de estabilidade, no entanto, não se caracterizam exclusivamente por terem uma única nota de classificação. Quando os índices flutuam dentro de uma margem estreita também podem ser considerados como parte da mesma tendência. No período que vai desde o final de 1998 até meados de 2005, constata-se uma variação entre as notas 14 e 15, na escala da Moody's. Com as classificações da S&P acontece o mesmo, mas com as notas 13 e 14. Importante perceber como essas três notas, 13, 14 e 15, pouco diferem de significado: todas se encontram como grau de especulação, com pouca diferenciação entre elas.

Ainda mais significativo é notar que após 2005 ocorre uma fase de mudanças. Na escala da S&P, a classificação de *rating* soberano varia de 13 para 10 em apenas 3 anos. Ou seja, o grau passa de especulação para de investimento num tempo considerado muito curto. Três anos depois

disso, em 2011, a classificação melhora mais ainda, ficando em 9 (BBB).

Com relação à avaliação mais detalhada das notas, a pior avaliação atribuída ao longo do período pela agência S&P foi B, em novembro de 1994, sua primeira classificação para o Brasil. Depois disso, seguiram-se momentos de alta e baixa, até que em julho de 2002 começou um período de melhores classificações, chegando até à nota de BBB em 2013. Abril de 2008 aparece como uma data importante, já que pela primeira vez, por essa agência, o Brasil ganhou reconhecimento com uma nota de grau de investimento. A partir de junho de 2013, no entanto, a situação de *rating* brasileiro começou a se deteriorar, até que em setembro de 2015 atingiu o grau de especulação com a nota BB+.

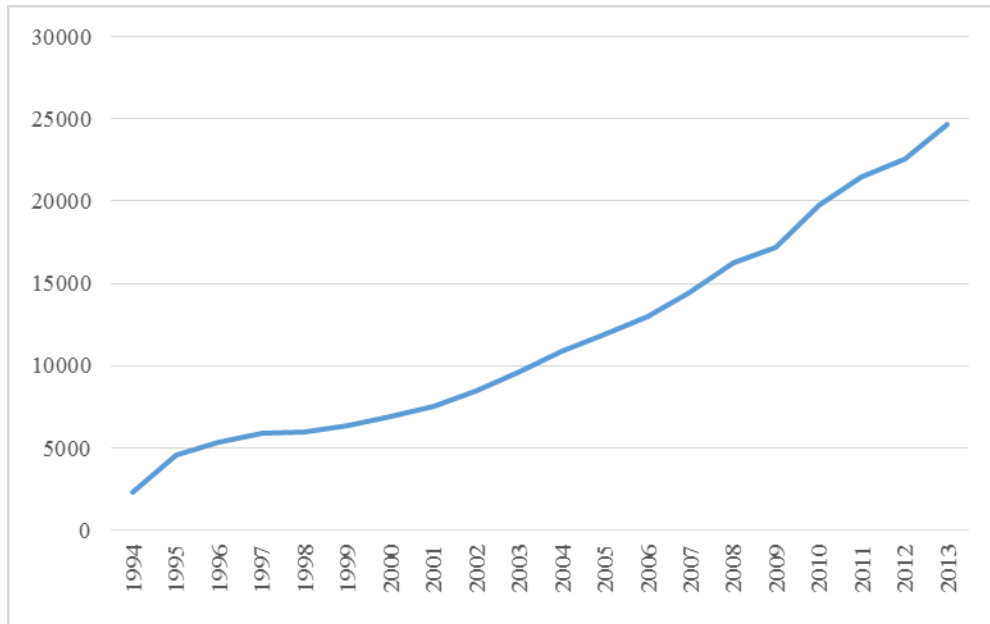
Já de acordo com a classificação da Moody's, o Brasil só alcançou grau de investimento em setembro de 2009, 17 meses depois da S&P, mesmo sem grandes mudanças na situação econômica do país. Quase dois anos depois, em junho de 2011, a nota recebeu mais um *upgrade* e chegou ao grau Baa2, a melhor nota atribuída pela agência ao longo do período, e que perdurou até agosto de 2015.

No histórico da Fitch, a pior nota atribuída foi B, em janeiro de 1999, e depois novamente entre outubro de 2002 e junho de 2003. A partir de então as classificações foram melhorando aos poucos, até que em maio de 2008 a agência atribuiu a nota de BBB-, considerada grau de investimento. Essa nota perdurou até abril de 2011, quando sofreu mais um *upgrade* e chegou a BBB. Em dezembro de 2015, no entanto, o país perdeu a classificação de grau de investimento também por essa agência.

Para um melhor entendimento de como se deu essa evolução nas classificações, o porquê dos momentos de alta e de baixa nos *ratings*, pode-se analisar alguns dos principais determinantes das classificações soberanas, que são a renda per capita, a inflação e o crescimento do produto.

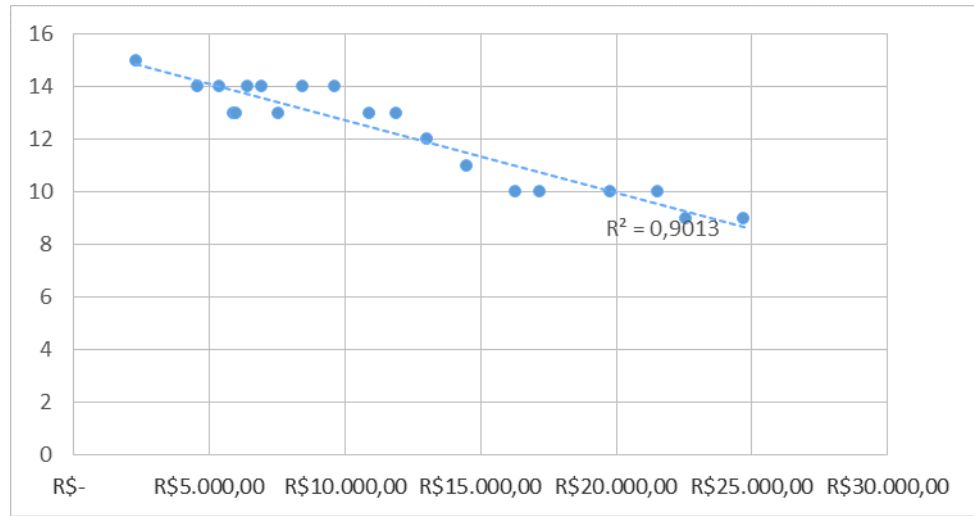
Conforme já visto no capítulo 1, a renda per capita é uma variável importante na determinação da capacidade de pagamento de um país soberano, pois representa a capacidade de arrecadação de tributos por parte do governo. Assim, quanto maior for a base tributária, maior será a capacidade de honrar financeiramente suas dívidas. Além disso, a renda per capita também representa uma proxy para um certo nível de estabilidade política.

Gráfico 8 – PIB per capita US\$ (1994-2013)



Fonte: IPEADATA (2016). Elaboração própria.

O Gráfico 8 mostra a evolução do PIB per capita brasileiro. Constata-se, um crescimento bastante considerável ao longo dos anos. Assim como os gráficos referentes aos históricos das classificações da dívida brasileira, esse também apresenta uma tendência de melhora.

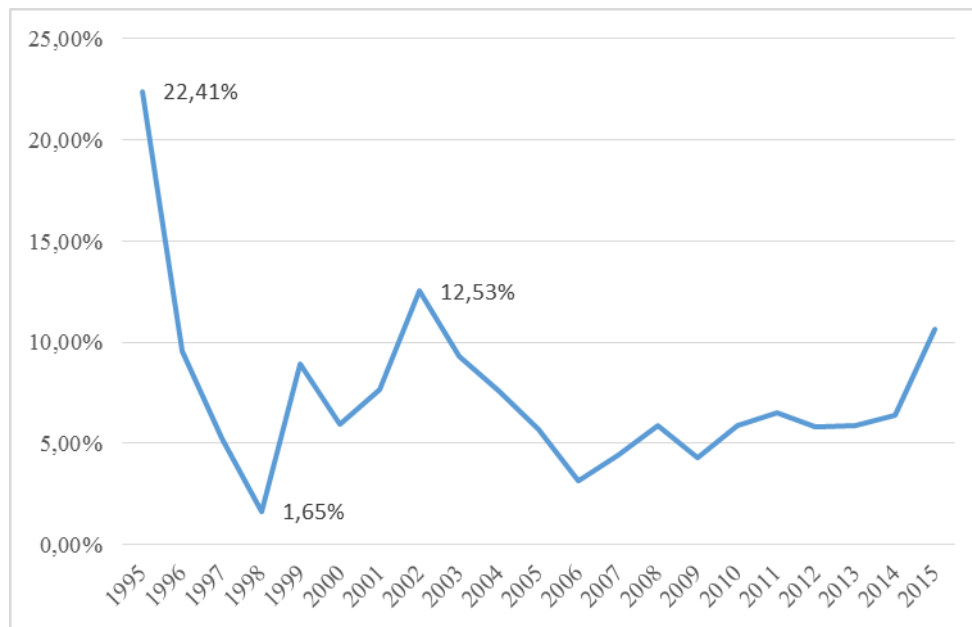
Gráfico 9 – Correlação PIB per capita e *ratings* S&P (1994 – 2013)

Fonte: IPEADATA (2016) e S&P (2016). Elaboração própria.

No Gráfico 9 podemos verificar a correlação entre o crescimento da renda per capita e a classificação de *rating* soberano. Como a escala das classificações foi feita de forma que quanto menor o número, melhor a nota, pode-se observar como, à medida que a renda per capita aumenta, o *rating* vai diminuindo, ou seja, melhorando. Analisando os dados da S&P e do PIB per capita brasileiro, constata-se uma correlação muito forte entre os dados, igual a 95%.

A inflação é um dos melhores indicadores para se analisar a situação econômica de um país. Quando fora do controle, ela é a responsável por apontar, em certas condições, problemas nas finanças dos governos e também por gerar grande incerteza e instabilidade política.

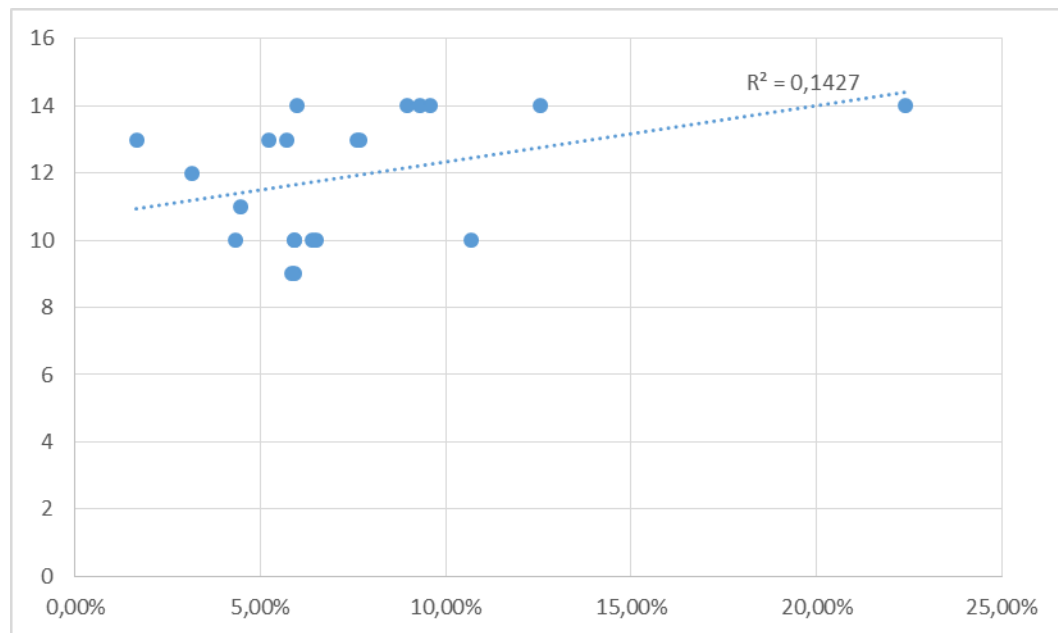
Gráfico 10 – IPCA (% a.a)



Fonte: IPEADATA (2016). Elaboração própria.

Dado o histórico muito conturbado do Brasil no que se diz respeito à inflação, era de se esperar que o gráfico apresentasse muitas oscilações, conforme vemos no Gráfico 10. O IPCA é um índice de preços ao consumidor que abrange famílias com rendimentos entre 1 e 40 salários mínimos e residentes nas áreas urbanas. O Brasil sofria com a instabilidade inflacionária há diversas décadas, até que o Plano Real, posto em prática a partir de 1994, trouxe certo alento e conseguiu controlar a inflação.

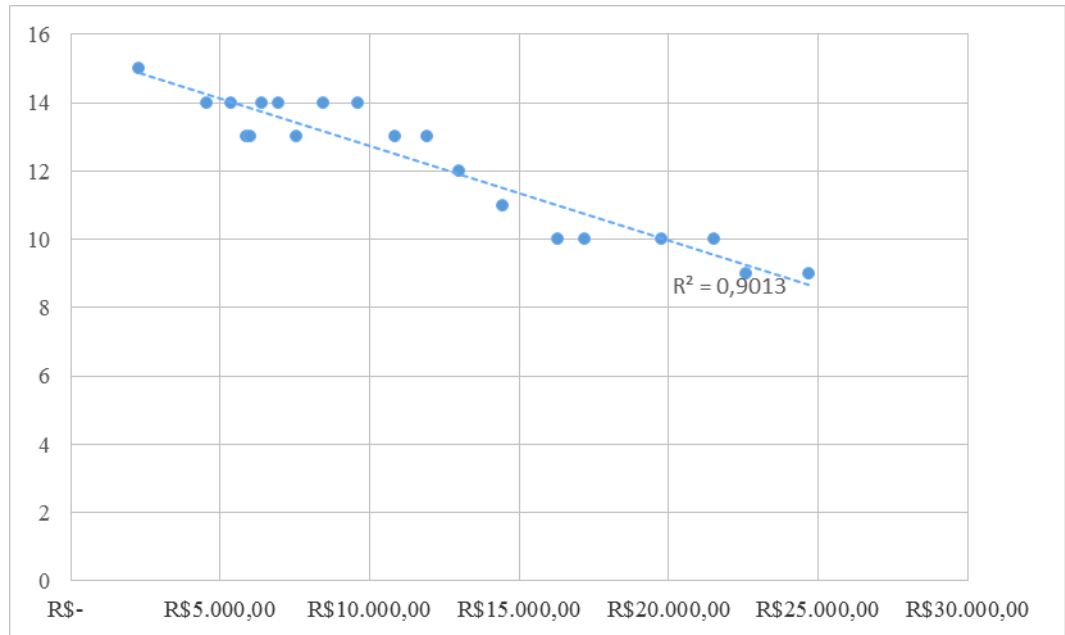
Observa-se que em 1995, o índice ultrapassava os 20% ao ano e que em 1998 ele sofre uma queda brusca para menos de 2% ao ano. Isso se refletiu nas classificações de risco soberano brasileiro, pois no final da década de 1990 e início dos anos 2000, as notas melhoraram e conseguiram obter certa estabilidade. Isso durou até os anos de 2002 e 2003, quando essas classificações sofreram rebaixamentos, justamente quando o índice de preços também aumentou bruscamente, alcançando o valor de 12,53% ao ano em 2002. Isso mostra, portanto, como a inflação tem um impacto significativo nas classificações soberanas.

Gráfico 11 – Correlação IPCA e *ratings* S&P (1994 – 2015)

Fonte: IPEADATA (2016) e S&P (2016). Elaboração própria.

No Gráfico 11, confirma-se a tendência de que quando a inflação aumenta as classificações pioram. A linha de tendência do gráfico de dispersão aponta para o fato de que um nível de inflação mais baixo acarreta uma classificação de número menor, e, portanto, melhor na escala das classificações. Por outro lado, o coeficiente de correlação é baixo, indicando uma relação fraca entre as duas variáveis.

O crescimento do produto brasileiro também se destaca como determinante das classificações soberanas. No Gráfico 12, verifica-se essa correlação.

Gráfico 12 – Correlação PIB e *rating* S&P (1994 – 2013)

Fonte: IBGE (2016) e S&P (2016). Elaboração própria.

Observa-se como o crescimento do PIB proporciona melhores classificações soberanas. A linha de tendência tem inclinação negativa e um nível de correlação elevado, o que significa que à medida que o produto aumenta, a classificação fica menor na escala, ou seja, o *rating* melhora.

3.3 CONCLUSÕES PRELIMINARES

Com um histórico conturbado da dívida pública federal, com muitos altos e baixos, conforme visto na seção anterior, era de se esperar que as classificações de risco soberano brasileiras seguissem a mesma tendência. Vemos neste capítulo como a dívida tem se moldado ao longo dos anos e como as estruturas e decisões macroeconômicas impactaram o risco soberano brasileiro.

Com a inflação sob controle, desde o Plano Real, há a percepção de melhoras nas classificações, mostrando mais otimismo quanto ao crescimento do produto brasileiro. Mas também fica claro como essas classificações se adaptam rapidamente à realidade econômica do país. Nos últimos anos, estamos acompanhando o aumento do nível dos preços e uma derrocada do PIB, o que tem levado às agências a rebaixarem o *rating* brasileiro e a retirar o grau de investimento antes conquistado.

Fica claro que as classificações não levam em conta apenas aspectos isolados e únicos. Os *ratings* são feitos a partir de análises da economia do país como um todo. Levam-se em conta aspectos econômicos, como inflação, PIB, o nível da dívida pública, mas também são considerados os aspectos políticos, como credibilidade governamental e qualidade das instituições instauradas no país. É por isso que os *ratings* divulgados pelas agências classificadoras não só servem de base para saber onde investir e aplicar o capital, mas também dão uma clara noção de qualidade econômica, política e social.

4 AVALIAÇÃO DOS IMPACTOS DAS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO SOBERANO NA ECONOMIA BRASILEIRA

O presente capítulo é dedicado à uma análise empírica mais específica do que a do capítulo anterior, com o objetivo de observar, ao longo dos anos analisados, a evolução e as possíveis mudanças de alguns dados macroeconômicos associadas às classificações de risco soberano. Não foram encontrados outros trabalhos com o mesmo estudo que o proposto aqui e logo não há referências na literatura. Há muitos estudos que focam nos determinantes das classificações soberanas (CANUTO E SANTOS, 2003,; CANTOR E PACKER, 1996), mas não se encontrou nenhum com o mesmo foco de analisar os efeitos dessas classificações em aspectos econômicos em um país qualquer.

As variáveis macroeconômicas escolhidas foram: investimento estrangeiro direto, investimento estrangeiro em carteira, diferencial da taxa de juros entre Brasil e Estados Unidos, reservas internacionais, variação real do PIB, risco-país e volatilidade cambial.

Para fins de análise, foi feita uma média por ano dos *ratings* das três principais agências. O período analisado foi de 1994, primeiro ano em que foram divulgadas as classificações pelas três agências, até os dados divulgados mais recentemente.

4.1 ANÁLISE EMPÍRICA

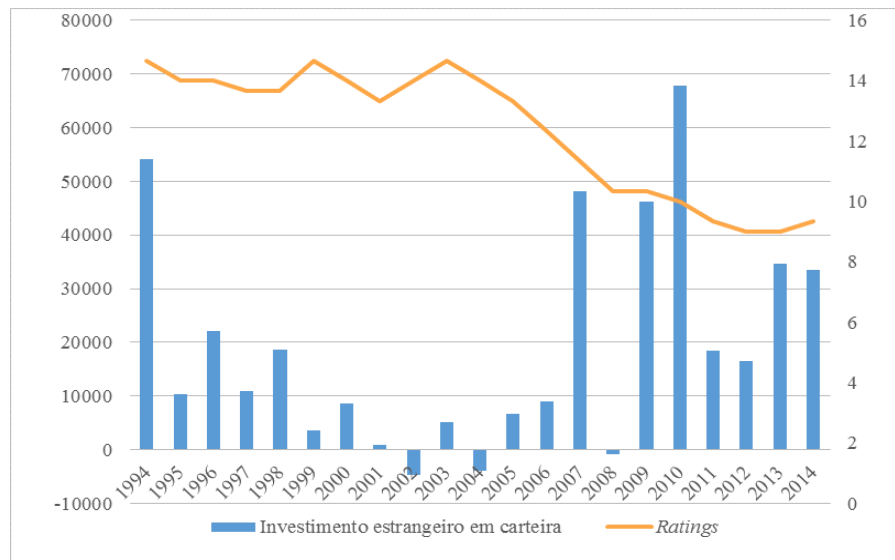
O primeiro aspecto a ser analisado são os investimentos internacionais, os quais podem ser divididos em investimentos diretos e em investimentos em portfólio ou de carteira. Espera-se que uma melhora consistente na classificação de risco aumente o montante de investimento. Esses últimos “correspondem aos fluxos de capital que não são orientados para o controle operacional da empresa receptora do capital externo” (AMAL; SEABRA, 2007).

A importância de se analisar os efeitos das classificações soberanas nos investimentos estrangeiros em carteira está relacionada ao grande fluxo de fundos proporcionada por esse tipo de investimento, com investimentos em instrumentos que estão direta ou indiretamente associados aos títulos públicos. “O investimento estrangeiro em carteira (IEC) no Brasil representou 48% da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro de 1995 a 2009” (BARBOSA, 2010). Segundo os autores Amal e Seabra (2007), a entrada de capital estrangeiro pode ter efeitos positivos, como financiar a expansão da atividade econômica, e também

negativos, o que inclui pressões inflacionárias quando não esterilizados e apreciação real da taxa de câmbio.

Alguns dos fatores que podem aumentar o fluxo de investimentos em carteira para países emergentes são um PIB per capita mais alto, inflação mais baixa e dívida de longo prazo menor (BEKAERT; HARVEY, 1998). Conforme visto nos capítulos anteriores, esses também são os principais determinantes dos *ratings* soberanos. Assim, há a ideia de que se esses fatores melhorarem em determinado país, a sua nota de classificação também irá melhorar, o que acarreta, portanto, um maior fluxo de entrada de capitais sob a forma de investimento estrangeiro em carteira.

Gráfico 13 – Investimento estrangeiro em carteira (US\$ milhões) e *ratings* harmonizados (1994-2014)



Fonte: BCB (2016). Elaboração própria.

No Gráfico 13, pode-se observar que de 2003 a 2007 as classificações entram em uma fase de declínio, ou seja, as notas estão melhorando. De 2007 a 2010, também se verifica um aumento bastante expressivo dos investimentos em carteira, com exceção do ano de 2008, o que pode estar associado com a crise financeira de 2007-08, iniciada no EUA e que acabou impactando nas demais economias.

O mais fundamental na análise não é verificar classificações soberanas pontuais e específicas, mas sim um movimento contínuo de melhora, para que com isso seja possível notar algum possível efeito na variável em estudo. Pelo gráfico, podemos constatar uma certa mudança na atividade de investimento estrangeiro em carteira após 2007. Parte dessa mudança pode estar

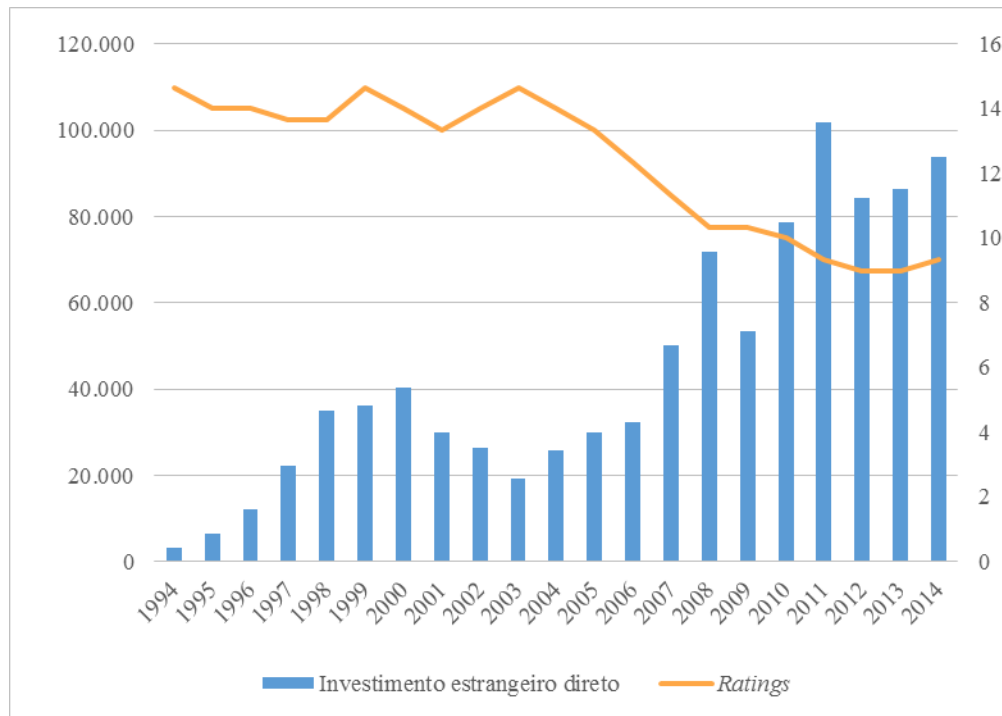
associada com uma melhor percepção por parte de agentes internacionais quanto à economia brasileira, por conta de sucessivos *upgrades* nas classificações das agências.

O grau de investimento é atribuído pela primeira vez ao Brasil em 2008 e já nos dois anos seguintes observa-se uma grande elevação do investimento em carteira. De 2011 em diante, no entanto, esses investimentos diminuem significativamente, mesmo com a classificação melhorando ainda mais, o que mostra o caráter altamente volátil desse tipo de investimento.

Já os investimentos diretos estrangeiros são aqueles que apresentam um objetivo duradouro quanto a uma empresa, cuja exploração econômica ocorre em outro país que não o do investidor (FMI, 1998). Além disso, é considerado investimento estrangeiro como direto quando se “detém uma participação no capital de, no mínimo, 10%, e pode exercer influência sobre a gestão da empresa receptora” (AMAL; SEABRA, 2007).

Assim, a grande diferença do investimento em carteira para o investimento direto estrangeiro é que o investidor tem certo controle sobre aquilo em que investe. Por isso também a liquidez é menor do que no caso dos investimentos em carteira. O prazo de retorno tende a ser maior, dado que o objetivo se encontra também na participação do empreendimento, podendo acarretar maiores riscos.

Como o investimento direto estrangeiro é feito por não residentes no Brasil, espera-se que esses investidores tomem como base informações a respeito da economia brasileira, incluindo o de risco soberano. Dado que as classificações fornecem não só tendências econômicas do país, mas também institucionais e políticas, supõe-se que é um dado importante antes de tomar uma decisão de investir em projetos de longo prazo.

Gráfico 14 – Investimento direto estrangeiro (US\$ milhões) e *ratings* harmonizados (1994-2014)

Fonte: BCB (2016). Elaboração própria.

O Gráfico 14 mostra a evolução dos investimentos estrangeiros diretos no Brasil e as classificações soberanas. Pode-se analisar como os investimentos crescem de 1994 até 2000 e depois decrescem até 2003. Nesse período, as classificações têm alguns altos e baixos, mas se mantêm no mesmo nível entre 14 e 13.

A partir de 2003, entretanto, os *ratings* entram na fase de *upgrade* e também os investimentos diretos estrangeiros começam a aumentar, mas dessa vez de forma mais significativa do que na anterior. Tanto que em 2004 passa de US\$26 bilhões para US\$72 bilhões em 2008. De 2007 em diante os níveis de investimento ficam sempre acima dos US\$ 50 bilhões.

Esse aumento expressivo dos investimentos estrangeiros diretos pode ter diversas causas, mas pode-se supor que as classificações soberanas também tiveram o seu impacto. Consegue-se avaliar isso pois esse crescimento é precedido de uma melhora constante do *rating* soberano brasileiro.

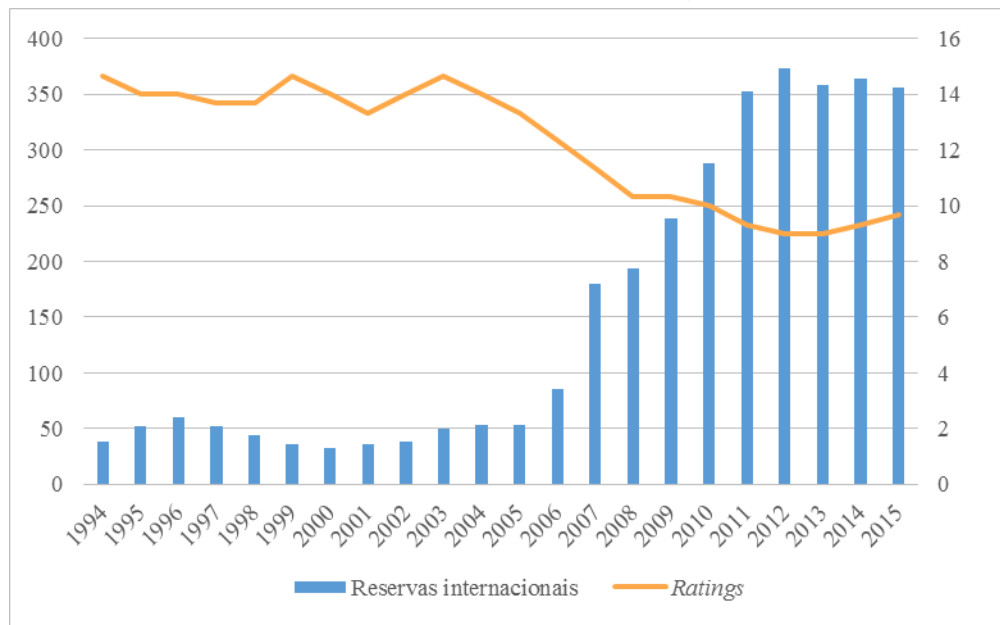
É importante analisar principalmente o período antes e depois de o Brasil alcançar o grau de investimento. Em 2008, duas agências atribuem o grau de investimento para o Brasil, S&P e Fitch, e em 2009 a Moody's faz o mesmo. Temos, portanto, que o período de aumento dos níveis

de investimento estrangeiro coincide com o de *upgrade* do *rating* soberano brasileiro. Ainda entre 2010 e 2013, as classificações melhoram mais ainda e também os investimentos aumentam.

O próximo indicador a ser avaliado são as reservas internacionais, que são os ativos em moeda estrangeira em posse da autoridade monetária. Suas funções são diversas e incluem cobrir eventuais déficits na conta de transações correntes, e evitar ataques especulativos contra a moeda. Um volume muito baixo de reservas pode ocasionar uma crise no balanço de pagamentos e também uma fuga de capitais.

Além disso, as reservas cumprem um importante papel quando o Banco Central tem o objetivo de valorizar ou desvalorizar a moeda. O Banco Central pode ajustar a oferta de moeda à sua demanda, dependendo, entre outros ativos, das reservas.

Gráfico 15 – Reservas internacionais (US\$ milhões) e *ratings* harmonizados (1994-2015)



Fonte: BCB (2016). Elaboração própria.

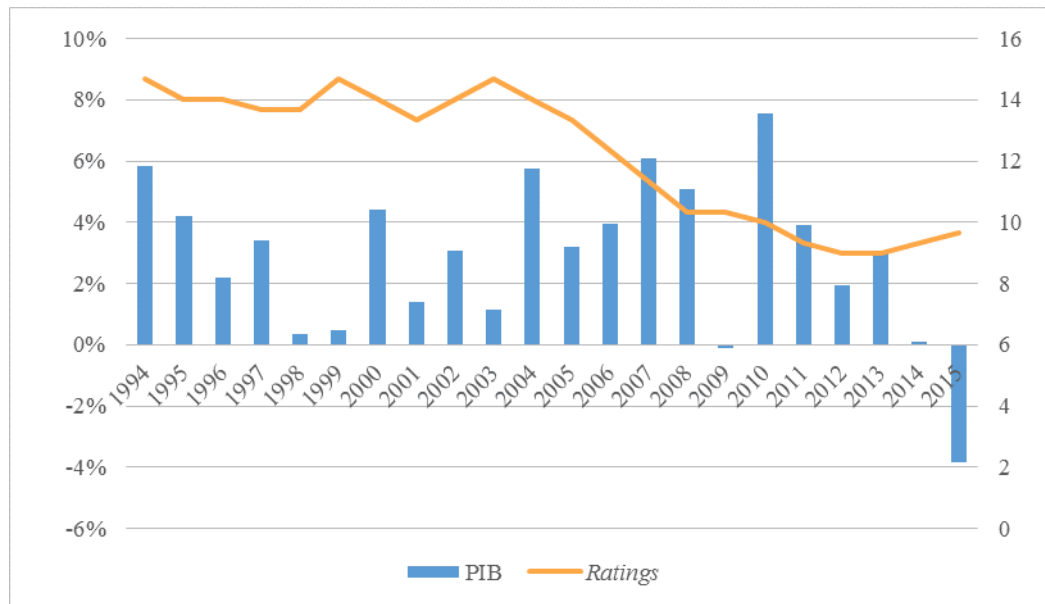
Percebe-se como entre 1994 e 2005 os níveis das reservas internacionais se mantinham em um patamar muito semelhante. Todavia, de 2006 em diante há um aumento muito consistente e persistente, chegando a um máximo de US\$ 373 bilhões em 2012. Nos últimos cinco anos analisados, as reservas ficam sempre acima do nível de US\$ 350 bilhões, sendo a média dos últimos quatro anos quase oito vezes a média dos primeiros cinco.

O interessante é que esse aumento significativo das reservas vem logo depois do período de *upgrade* do *rating* brasileiro (2003 – 2008), principalmente depois de conquistar o grau de investimento. Isso sugere que o país começou a atrair mais o capital estrangeiro, na forma de investimento direto e em carteira, acima do necessário para financiar a conta corrente, alavancando suas reservas em moeda estrangeira. A melhora nas classificações soberanas reflete a ampliação destes ativos, que aponta para os investidores que o risco de calote daquele país é menor, e, portanto, eles decidem direcionar seus investimentos justamente para esse lugar.

Pode-se concluir previamente, com base no Gráfico 15, que melhores *ratings* estão associados com o aumento nos níveis de reservas internacionais, pois sinalizam um menor risco de o país não cumprir com suas obrigações financeiras.

Outra variável importante de investigar se foi alterada por modificações nas classificações de risco soberano é o crescimento do PIB. É analisado nesse trabalho o PIB real, ou seja, o PIB a valores constantes, eliminando assim o efeito da inflação.

Gráfico 16 – Taxa de variação real do PIB e *ratings* harmonizados (1994-2015)



Fonte: IBGE (2016). Elaboração própria.

No Gráfico 16 temos a evolução da taxa de variação real do PIB por ano. É notável como o período é marcado por muitos altos e baixos: variações grandes, pequenas e por vezes até negativas, no caso de 2009 e 2015. O pico da variação do crescimento ocorre em 2010, com

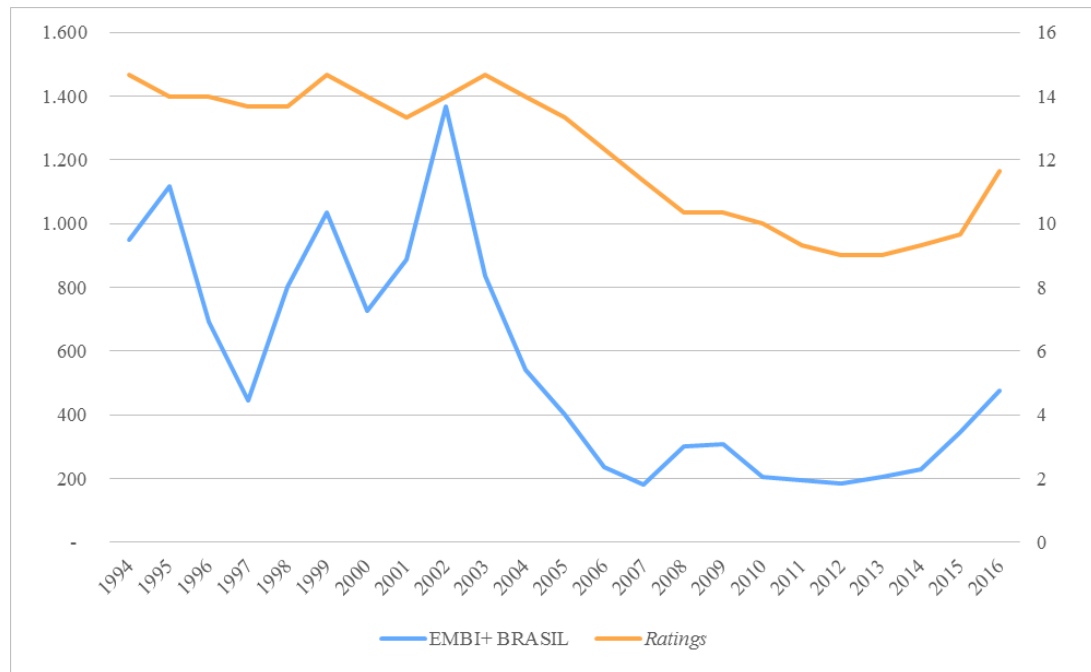
7,53% referente ao ano anterior. Já a menor taxa acontece em 2015, com -3,85%, expondo as dificuldades econômicas recentes vividas pelo Brasil.

A grande quantidade de variações dificulta a análise dos efeitos do risco soberano sobre essa variável. Pode-se observar como em 2009, que um ano após o Brasil conquistar o grau de investimento, a variação fica negativa, mas já em 2010 alcança a maior variação do período. Como o PIB é a soma de todos os bens e serviços produzidos, ele é muito complexo e pode ser alterado por qualquer mudança em alguns dos seus componentes.

Por isso é difícil analisar se a classificação de risco soberano provocou algum efeito direto no crescimento do produto. O que se pode afirmar é que um país que alcançou um grau de investimento e que se mostra com credibilidade e confiança de que honrará seus compromissos financeiros terá mais probabilidade de apresentar crescimento econômico, pois terá mais investimentos, mais oportunidades de inovação na indústria e nos serviços.

Conforme visto no capítulo 2, o risco-país se refere ao risco associado a todos os ativos financeiros do país. O risco-país brasileiro é representado por um índice criado pelo banco JP Morgan, chamado EMBI (*Emerging Markets Bond Index Plus Embi+Brazil*). O EMBI+ Brasil é um índice que reflete o comportamento dos títulos da dívida externa brasileira e corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por esses títulos em relação aos do Tesouro Americano.

De acordo com Garcia e dos Santos (2007, p. 6): “Quanto maior a pontuação no indicador de risco mais arriscado é aplicar no país, assim para atrair capital estrangeiro, este deve oferecer altas taxas de juros para convencer os investidores externos a financiar sua dívida”.

Gráfico 17 – Risco-país e *ratings* harmonizados (1994-2016)

Fonte: IPEADATA (2016). Elaboração própria.

A evolução do risco-país brasileiro é bastante volátil, evidenciando a instabilidade política e econômica pela qual o país passou por diversos momentos. No Gráfico 17, logo nos primeiros anos são verificados níveis bastante elevados, o que deve ser efeito da pressão inflacionária pela qual o Brasil passava. Após a eficácia do Plano Real, no que se diz respeito ao controle da inflação, o índice de risco-país apresentou uma queda significativa, chegando a uma média de 445 pontos em 1997.

Porém, a queda não se sustentou e o risco voltou a subir. O pico do risco-país foi alcançado em 2002, com média de 1.369 pontos. Isso é explicado pela enorme onda de incertezas sofridas pelo Brasil, por conta da eleição de Lula para a presidência do país. Como o mercado não sabia como se daria a transição de governos, e também pelo fato de o novo presidente ser declaradamente de esquerda, as previsões era muito negativas.

O pessimismo, entretanto, não perdurou, as previsões fracassaram e o Governo Lula foi adquirindo credibilidade até que em 2007 o EMBI+ Brasil chegou a um mínimo histórico, com média de 180,5 pontos. O patamar mínimo não durou muito, já que entre 2007 e 2008 a economia americana começava a sofrer sua pior crise desde a Grande Depressão de 1929. Os

efeitos seriam sentidos no Brasil, com o risco-país voltando a crescer, porém não no mesmo nível do início da década.

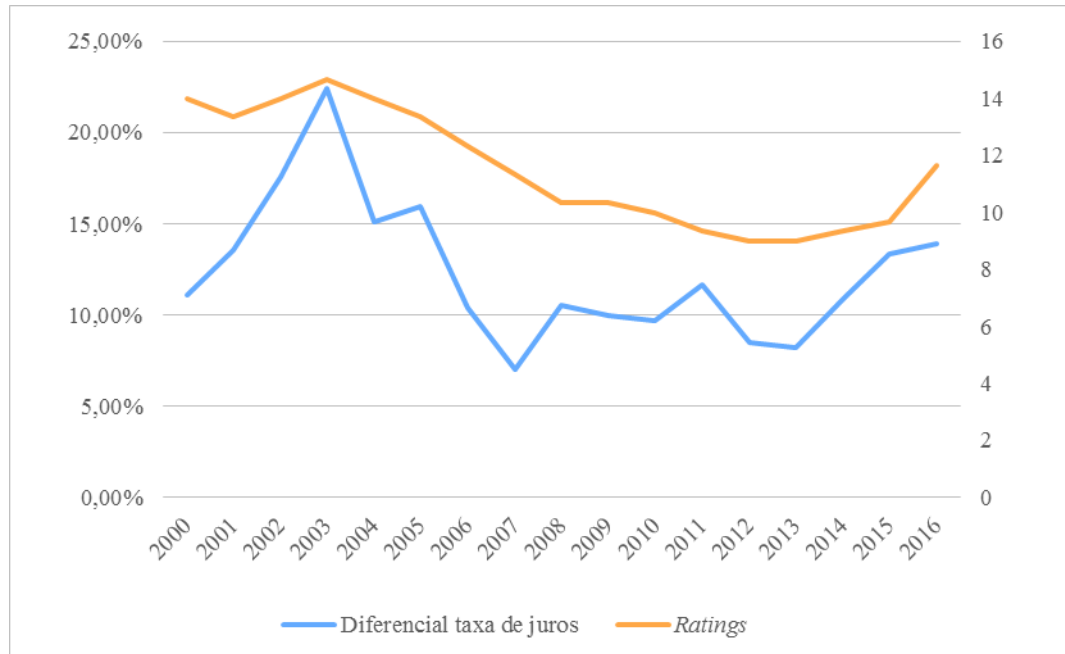
O EMBI+ BRASIL ficou estável até o final de 2014, quando começou a piorar de maneira expressiva. A perda de credibilidade da presidente Dilma e as crises fiscal e política que perduram desde 2014 foram os principais responsáveis por elevarem o índice.

É interessante analisar como o risco-país e o risco soberano brasileiro apresentam uma trajetória similar. Em ambas as séries, quanto mais decrescer, melhor é a avaliação. Por isso o período de 2003 até 2008 ficou marcado com uma grande melhora nos dois parâmetros em questão. O fato de o EMBI+ BRASIL ter apresentado uma grande melhora, ou seja, os títulos da dívida pública estarem sendo melhores classificados e por isso atraindo mais investidores estrangeiros, pode ter sido influenciado pelos *upgrades* dos *ratings* soberanos.

O próximo indicador a ser analisado são as taxas de juros, um dos elementos macroeconômicos mais importantes de uma economia. Neste trabalho, são analisados os possíveis efeitos dos *ratings* soberanos no diferencial da taxa média anual de juros de curto prazo brasileira e americana. Ou seja, como as classificações de risco alteram a diferença entre a taxa Selic, do Brasil, e o *Federal Funds Rate*, dos Estados Unidos, assumindo que uma melhora na classificação de risco permita reduzir a taxa de juros no Brasil.

O Gráfico 18 mostra a evolução da diferença entre os juros médios anuais brasileiro e americano e também as classificações soberanas. Pode-se observar como essa diferença entre os juros dos dois países parte de uma trajetória de elevação até chegar ao valor máximo na série examinada de 22,4% em 2003. A partir de então, entra em processo de declínio até 2007.

Com a Tabela 4, pode-se ver melhor qual a causa dessa diminuição no diferencial entre as duas taxas. Constata-se que a taxa de juros brasileira apresenta um período de aumento entre 2000 e 2003, enquanto que a americana diminui. A taxa americana, por exemplo, passa de uma média 6,51% em 2000 para 1,13% em 2003; já a brasileira, sai de 17,61% para 23,53%, no mesmo período.

Gráfico 18 – Diferencial da taxa de juros e *ratings* (2000-2016)

Fonte: BCB (2016) e *Federal Reserve New York* (2016). Elaboração própria.

Tabela 4 – Taxa Selic e *Federal Funds Rate* (2000-2016)

Ano	SELIC	Federal Funds Rate	Diferencial	Ratings Harmonizados
2000	17,61%	6,51%	11,10%	14,0
2001	17,45%	3,89%	13,56%	13,3
2002	19,22%	1,67%	17,54%	14,0
2003	23,53%	1,13%	22,40%	14,7
2004	16,42%	1,35%	15,07%	14,0
2005	19,14%	3,21%	15,92%	13,3
2006	15,32%	4,96%	10,36%	12,3
2007	12,05%	5,02%	7,03%	11,3
2008	12,45%	1,93%	10,51%	10,3
2009	10,16%	0,16%	10,00%	10,3
2010	9,89%	0,18%	9,72%	10,0
2011	11,75%	0,10%	11,65%	9,3
2012	8,63%	0,14%	8,49%	9,0
2013	8,29%	0,11%	8,18%	9,0
2014	10,96%	0,09%	10,87%	9,3
2015	13,47%	0,13%	13,33%	9,7
2016	14,25%	0,37%	13,88%	11,7

Fonte: BCB (2016) e *Federal Reserve New York* (2016). Elaboração própria.

A partir de 2003, essa diferença entre as taxas de juros dos dois países em questão passa a diminuir. A taxa brasileira diminui bastante entre 2003 e 2004, sendo o fator principal na diminuição desse diferencial. O valor mais baixo do diferencial das taxas de juros no Brasil e EUA no período analisado ocorreu em 2007, com 7,03%. Nesse mesmo ano, os Estados Unidos apresentaram a segunda taxa de juros mais alta no período entre 2000 e 2016. Por outro lado, o Brasil alcançava o menor valor até então, com 12,05%.

Após a crise do *subprime* (2007-08), o governo americano adotou uma política de juros baixos, com uma média entre 2009 e 2016 de 0,16%. O Brasil começa a aumentar sua taxa de juros a partir de 2014, a fim de controlar a inflação que começava a se mostrar em tendência de aumento. Por esses motivos, o diferencial entre as duas taxas começa a aumentar novamente, chegando a 13,88% em 2016.

O que se pode concluir a partir dessas análises e do Gráfico 18 é que o diferencial entre a Selic e *Federal Funds Rate* segue uma trajetória bastante similar à das classificações soberanas. A melhora nos *ratings* brasileiros entre 2003 e 2007 foi acompanhada por uma diminuição nesse diferencial entre as duas taxas. Assim, quando o *rating* volta a piorar em 2015, a distância entre as duas taxas também se eleva.

Como o risco soberano mede a capacidade e disposição de um Estado Soberano em honrar com seus compromissos financeiros, ele é usado pelos investidores no momento de alocar seus ativos. Além disso, segundo Afonso, Gomes e Rother (2007, p.7): “*Sovereign ratings are a key determinant of the interest rates a country faces in the international financial market and therefore of its borrowing costs*”⁸.

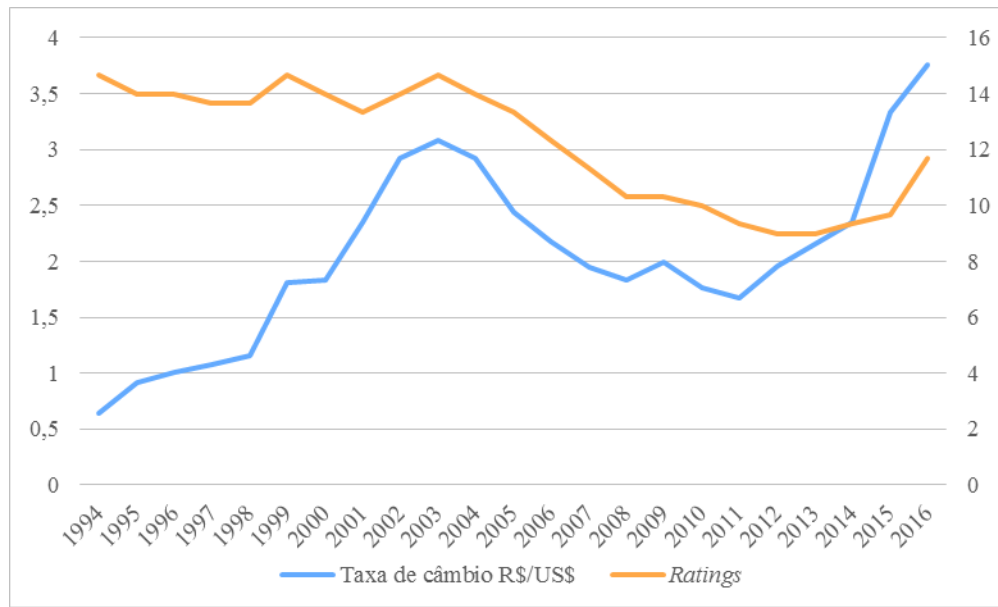
Quando o país tem classificações ruins, e por isso não consegue atrair o capital estrangeiro, ele começa a oferecer taxas de juros mais altas, para que os investidores externos financiem o país com recursos externos. Assim, verifica-se que o risco soberano provoca efeitos nas taxas de juros e logo no diferencial entre as taxas internacionais, já que é um indicador muito usado para verificar a credibilidade de um país.

Por fim, é examinada a evolução da taxa de câmbio entre o Real e o Dólar. A taxa de câmbio é uma variável fundamental para qualquer economia, pois pode influenciar o comércio com outros países, o fluxo de capital, além da atividade econômica e dos níveis de inflação.

⁸ “Classificações soberanas são determinantes chaves nas taxas de juros que um país encontra no mercado financeiro internacional e, portanto, nos custos de empréstimos”. (Tradução nossa).

Como é uma variável diretamente relacionada com o exterior, faz-se válida a análise de como ela pode ser alterada por mudanças nos *ratings* soberanos do Brasil.

Gráfico 19 – Taxa de câmbio R\$/US\$ e *ratings* harmonizados (1994-2016)



Fonte: BCB (2016). Elaboração própria.

O Gráfico 19 mostra a evolução da taxa de câmbio entre as moedas do Brasil e dos Estados Unidos. Com a implementação do Plano Real, em julho de 1994, o governo estabeleceu uma paridade de R\$1,00=US\$1,00, com isso, a cotação do Dólar começou a cair.

Conforme explicado por Branchieri (2002), até 1999 a taxa de câmbio era usada como âncora nominal para controlar o nível inflacionário. Estava em vigor, portanto, um câmbio fixo com bandas, em que os juros eram utilizados para equilibrar o balanço de pagamentos e o câmbio para controlar a inflação. A partir de janeiro de 1999, após uma crise cambial profunda, o real passa a flutuar, mas com administração pelo Banco Central e desde então os juros controlam a inflação e o câmbio tem o objetivo de equilibrar o balanço de pagamentos.

Com uma maior entrada de divisas, em função de uma melhora nas transações correntes, a taxa de câmbio experimentou um período de redução. A apreciação do real começou em 2003 e seguiu até 2011. A apreciação só foi interrompida em 2008, por conta da crise financeira americana. De 2011 em diante, o real voltou a se depreciar e se encontra com uma média de R\$/US\$=3,76 no ano de 2016.

As crises política e fiscal que o Brasil atravessa geram uma fuga de capitais do país, ou seja, com menos dólares no país, essa moeda se aprecia. Esse fluxo de investimentos e capitais para fora do Brasil é em boa parte intensificado com as recentes perdas de grau de investimento. Com um nível inflacionário em expansão, diminuição do crescimento econômico e incertezas políticas, o país teve o seu *rating* soberano rebaixado, agravando ainda mais a situação. Isso acaba por afastar os investimentos estrangeiros, ocasionado uma depreciação muito forte da moeda brasileira.

Constata-se, portanto, que as classificações soberanas causam um impacto na taxa de câmbio, depreciando a moeda brasileira em caso de rebaixamentos e apreciando-a com *upgrades* das classificações.

4.2 CONCLUSÕES PRELIMINARES

Constata-se, assim, que diversas variáveis macroeconômicas apresentam associação com as mudanças nas classificações soberanas durante o período analisado. Os investimentos tendem a aumentar com a melhora dos *ratings*, já que mostram para os investidores uma menor possibilidade de inadimplência.

As reservas internacionais exibiram um aumento consistente após a fase de *upgrade* das classificações brasileiras entre 2003 e 2013. O risco-país, representado nesse trabalho pelo EMBI+ BRASIL, apresenta a mesma tendência, diminuindo significativamente a partir de 2002 até 2012.

O diferencial da taxa de juros no Brasil e nos EUA, assim como a taxa de câmbio também são impactados por mudanças nos *ratings*. Os dois indicadores refletem o comportamento dos agentes econômicos por conta das modificações quanto à capacidade dos soberanos em honrar seus compromissos financeiros.

Por fim, cabe notar que, para resultados mais conclusivos, seria necessário um estudo econométrico, que calculasse e trouxesse em números o quanto realmente o *rating* soberano impacta em cada variável. De qualquer forma, a hipótese levantada nesse trabalho é de que existe algum impacto na direção prevista, e não necessariamente o tamanho exato desse impacto.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O aumento das atividades de classificação de risco soberano no final do século XX reforçou a importância de se analisar a capacidade de um Estado Soberano de honrar suas obrigações financeiras. A moratória de alguns países, como México e Rússia, nas últimas décadas do século passado, fez-se com que se repensasse o custo de financiamento dos países.

Dentro desse contexto, as agências de classificação de risco teriam o papel de diminuir a assimetria informacional e fornecer informações para que os investidores internacionais soubessem como melhor alocar seus recursos. Apesar das controvérsias acerca da credibilidade das três principais agências, suas classificações são feitas de maneira a fornecer informações de maneira transparente, possibilitando, assim, que cada investidor ou analista tire suas próprias conclusões.

Cada agência divulga a sua própria escala de *rating*, com diferentes maneiras de ser calculada. Dentro dos determinantes dessas classificações, as três agências possuem muitas similaridades. Como visto, são levados em conta aspectos econômicos, como PIB, dívida e inflação. No entanto, fatores sociais e políticos também são fundamentais. O histórico da inadimplência e a estabilidade institucional e política também são decisivos para a classificação soberana.

Constata-se, portanto, que o risco soberano não é uma medida estritamente econômica. A fim de um país receber grau de investimento, é necessário que haja um ambiente político sólido, instituições fortes e aspectos sociais favoráveis. É por abarcar diversos fatores da economia e do país como um todo que as classificações soberanas são um bom instrumento para se avaliar a credibilidade de um Estado.

Com a crise financeira dos Estados Unidos em 2007-08, aumentou a incidência de *defaults*, ou seja, de inadimplência dos Estados Soberanos. Assim, as classificações também sofreram modificações, e vários países tiveram seus *ratings* rebaixados. Vê-se, então, como a atividade de classificação de risco soberano está associada com a economia mundial e como é modificada pelos acontecimentos que impactam a credibilidade dos países.

As classificações soberanas para o Brasil começaram em 1986 e refletem a evolução econômica e política pela qual o país tem passado. Os *ratings* mantiveram-se em um mesmo nível entre 1986 até 2003, oscilando entre 15, 14 e 13, na escala feita por este trabalho com as

três agências de classificação (tal escala vai de 1 a 24, sendo 1 a mais alta classificação e 24 a mais baixa). De fato, esse foi um período conturbado para a economia brasileira, com muitas variações nos níveis inflacionários e crescimento baixo. A alta de preços provocava desconfiança e instabilidade na economia. Por isso o Brasil permanecia com grau de especulação.

Com o Plano Real, em 1994, a inflação foi finalmente controlada no Brasil, trazendo uma maior estabilidade para a economia. As consequências sobre a dívida interna, entretanto, não foram positivas, pois as altas taxas de juros aumentaram os encargos da dívida.

A partir de 2003, os *ratings* entram em uma trajetória de *upgrade*. O crescimento econômico é puxado pela alta dos preços das *commodities* e o Governo Lula consegue mostrar credibilidade, afastando o pessimismo do mercado quanto a um presidente possivelmente populista e por ser de esquerda.

A euforia econômica, que já durava quase uma década, atingiu um pico em 2010, quando as três agências passaram a classificar o Brasil como tendo grau de investimento (ou seja, de menor risco). A partir disso, o país passou a ser visto como uma boa referência de investimentos no exterior e começou a atrair mais o capital externo. As boas classificações refletiam o otimismo em relação ao Brasil e as consequências foram vistas em aspectos não só referentes ao investimento internacional, mas também com o aumento das reservas, diminuição da volatilidade cambial e do risco-país, como mostrado no capítulo 3.

Os resultados empíricos mostram tendências de correlação entre as classificações soberanas e as variáveis macroeconômicas no Brasil. Estudos mais complexos poderão ajudar a corroborar a hipótese levantada nesse trabalho. As conclusões feitas a partir desse exercício, no entanto, já conseguem revelar correlações positivas entre os *ratings* soberanos e suas repercussões na economia brasileira. Portanto, a hipótese inicial não pode ser rejeitada neste primeiro exercício preliminar.

REFERÊNCIAS

- AFONSO, A.; GOMES, P.; ROTHER, P. **What “hides” behind sovereign debt ratings?** Frankfurt: European Central Bank, Jan.2007. (Working paper series, n. 711).
- ALMEIDA, P.R. O Brasil e as crises financeiras internacionais, 1929 - 2001. **Cena Internacional**, Brasília, v. 3, n. 2, p. 89-114, 2001.
- ALVES, L. F.; SILVA, A. C. Planejamento estratégico da dívida pública federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. p. 149 – 171.
- AMAL, M.; SEABRA, F. Determinantes do investimento direto externo (IDE) na América Latina: uma perspectiva institucional. **Revista Economia**, Brasília, v. 8, n. 2, p. 231-247, 2007.
- ANDRITZKY, J. **Sovereign default risk valuation: implications of debt crises and bond restructurings**. Nova York: Springer, 2006.
- BARBOSA, L.O.S. **Determinantes do investimento estrangeiro em carteira no Brasil de 1995 a 2009**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Curso de Economia, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2010.
- BATISTA JÚNIOR, P. N. **Da crise internacional à moratória brasileira**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.
- BEKAERT, G.; HARVEY, C. R. **Capital flow and the behavior of emerging market equity return**. July 1998. (NBER working paper, n. 6669).
- BEVILAQUA, A.; GARCIA, M. **Banks, domestic debt intermediation and confidence crises: the recent Brazilian experience**. Rio de Janeiro: Departamento de Economia PUC – Rio, 1999. (Texto para discussão, n. 407).
- BOUÇAS, V. **História da dívida externa**. Rio de Janeiro: Financeiras, 1950.
- BRANCHIERI, C. M. **Taxa de câmbio: um estudo sobre os determinantes, taxa de câmbio real e efetiva e crises cambiais**. 2002. Dissertação (Mestrado em Economia) - Curso de Ciências Econômicas, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.
- CANTOR, R.; PACKER, F. Determinants and impact of sovereign credit ratings. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, Nova York, v.2, n.2, p.37-54, Oct. 1996.
- CANUTO, O.; DOS SANTOS, P. F. P. **Risco-soberano e prêmios de risco em economias emergentes**. Brasília: Ministério da Fazenda, Secretaria de Estudos Internacionais, 2003. (Temas de economia internacional). Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/sain>>

/download/temas_economia_1.pdf>. Acesso em: fev. 2016.

DINIZ, T. C. **Determinantes do risco**: o impacto de variáveis econômicas, políticas e sociais. 2011. Dissertação (Mestrado em Administração) - Curso de Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2011.

DORE, R. Financialization of the global economy. **Industrial and Corporate Change**, Oxford, v. 17, n. 6, p. 1097-1112, 21 Apr. 2008.

ELKHOURY, M. **Credit rating agencies and their potential impact on developing countries**. UNCTAD Discussion Papers, n. 186, Jan. 2008.

FIGUEIREDO, L. F.; FACHADA, P.; GOLDENSTEIN, S. **Monetary policy in Brazil**: remarks on the inflation targeting regime, public debt management and open market operations. Brasília, Banco Central, 2002. (Texto para discussão, n. 37).

FITCH. **Ratings Internacionais de Crédito de Longo Prazo**. 2010. In: <www.fitchratings.com.br>. Acesso em: fev. 2016.

FRENKEL, M.; KARMANN, A.; SCHOLTENS, B. (Ed.). **Sovereign risk and financial crises**. Nova York: Springer, 2004.

GAILLARD, N. **A century of sovereign ratings**. Nova York e Londres: Springer, 2012.

GAILLARD, N. **When sovereigns go bankrupt**: a study on sovereign risk. Nova York: Springer, 2014.

GARCIA, R.; DOS SANTOS, A. R. A influência do índice de risco-país nas decisões de investimento em condições de instabilidade política e econômica momentânea. In: XIV CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS-ABC, 2007, João Pessoa. **Anais...**

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. **Dívida líquida e dívida bruta**: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo de endividamento brasileiro. Brasília, DF: IPEA, 2010. (Texto para discussão IPEA, n. 1514).

HOLANDA, F.; LOUREIRO, A. **Dívida pública e prêmio de risco dos títulos públicos no Brasil**. Banco Central do Brasil, 2003. (Nota técnica, n. 42).

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em < www.ibge.gov.br >. Acesso em: mar. 2016.

INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK (Ed.). **Living with debt**: how to limit the risks of sovereign finance. Washington DC: Harvard University Press, 2006.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. **Report on the survey of implementation of methodological standards for direct investment.** Washington, 1998.

IPEA. Ipeadata: base de dados macroeconômicos. Disponível em < www.ipeadata.gov.br >. Acesso em: mar. 2016.

LOPES, F. A crise do endividamento externo: alguns números e suas consequências. In: ARIDA, P. (Org.). **Dívida externa, recessão e ajuste estrutural: o Brasil diante da crise.** Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1982. p. 97–106.

MOLLO, M. da L. R. **O desequilíbrio do balanço de pagamentos do Brasil 1966-1975: o papel do endividamento externo.** Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1977.

MOODY'S. **Sistema de Ratings da Moody's.** In: <www.moody's.com>. Acesso em: fev. 2016.

NETO, A. L. da S. **Dívida pública interna federal: uma análise histórica e institucional do caso brasileiro.** Brasília: UnB, 1980.

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). **Dívida pública: a experiência brasileira.** Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. p. 57 – 80.

PEPINO, S. **Sovereign risk and financial crisis: the international political economy of the euro area sovereign debt crisis.** 2013. Thesis (Doctorate in Economics) - The London School of Economics and Political Science, London, 2013.

REINHART, C.; ROGOFF, K. **This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises.** Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2008. (NBER working paper, n. 13882).

REINHART, C.; ROGOFF, K. **This time is different: eight centuries of financial folly.** Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2009.

STANDARD AND POOR'S. **Escala Global Standard & Poor's.** Set., 2008. In: <www.standardandpoors.com>. Acesso em: fev. 2016.

SILVA, A. C. Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). **Dívida pública: a experiência brasileira.** Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. p. 33–56.

SILVA, A. D. B. M.; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). **Dívida pública: a experiência brasileira.** Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. p. 101–128.

UNITED STATES OF AMERICA. Federal Reserve. **Selected Interest Rates (Daily) - H.15.** 2016. Disponível em: < <https://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm> >. Acesso em:

mai. 2016.