

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**VIVIANE MILAN**

**A VULNERABILIDADE DO MERCADO ACIONÁRIO AO ANÚNCIO DO  
*INVESTMENT GRADE* E À INFLUÊNCIA DOS FATORES EXTERNOS**

**Porto Alegre  
2009**

**VIVIANE MILAN**

**A VULNERABILIDADE DO MERCADO ACIONÁRIO AO ANÚNCIO DO  
*INVESTMENT GRADE* E À INFLUÊNCIA DOS FATORES EXTERNOS**

Trabalho de conclusão de curso de Especialização apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre  
2009

**VIVIANE MILAN**

**A VULNERABILIDADE DO MERCADO ACIONÁRIO AO ANÚNCIO DO  
*INVESTMENT GRADE* E À INFLUÊNCIA DOS FATORES EXTERNOS**

Trabalho de conclusão de curso de Especialização apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Finanças.

Conceito Final \_\_\_\_\_.

Aprovado em \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2009.

**BANCA EXAMINADORA**

---

---

---

---

**Orientador** – Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner / UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Moacir, meu esposo, que muito tem contribuído para minhas realizações.

A Luiza, nossa filha, que tem entendido a importância deste trabalho quando não estou presente.

Agradeço também ao professor e orientador Gilberto de Oliveira Kloeckner, pelo conhecimento e comprometimento demonstrados no desenvolvimento do presente trabalho.

À professora Dra. Marisa Rhoden, por me auxiliar nas estratégias pessoais, me ajudando a dar o primeiro passo para a realização de um grande projeto.

À minha amiga e colega Carla Custódio de Oliveira, pelo apoio.

Enfim, a todos os que colaboraram de forma direta ou indireta para a conclusão deste trabalho.

## RESUMO

As avaliações feitas pelas agências classificadoras de risco constituem importantes fontes de informação para as decisões de alocação de recursos dos investidores em geral. As avaliações que estas agências fazem interferem na percepção destes investidores e, por consequência, alteram o comportamento do mercado acionário, gerando fortes volatilidades nas Bolsas de Valores. O *rating* soberano é uma avaliação, feita pelas agências classificadoras de risco, sobre a capacidade de um Governo para honrar com os seus compromissos de dívida. As três principais agências – Standard & Poor's (S&P), Moody's e a Fitch – detêm forte poder sobre o mercado financeiro, mesmo depois de sucessivas crises internacionais, ocorridas na década de 1990, as quais aumentaram as dúvidas relativas às avaliações e classificações emitidas por estas agências. O presente trabalho tem como objetivo analisar a sensibilidade dos mercados acionários diante da concessão do “Grau de Investimento”, bem como identificar alguns fatores externos relevantes que interferem no mercado de capitais e que podem levar à euforia ou a quedas nas cotações de ações em uma Bolsa de Valores. Também são aqui estudados os diferentes fatores de classificação utilizados pelas agências, e descritos ainda alguns dos erros e críticas envolvidos neste processo. Todavia, alguns especialistas e pesquisadores têm criticado tais agências, alegando que os *ratings* não têm a capacidade de antever crises e que, muitas vezes, agravam as já existentes. Os cenários domésticos e internacionais também interferem na volatilidade dos mercados de capitais, onde notícias ruins exercem maiores impactos no mercado do que notícias positivas.

**Palavras-chave:** Agência de *rating*. *Rating* soberano. Grau de Investimento. Crises internacionais. Sensibilidade em mercados acionários. Bolsa de Valores.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Gráfico 1 – Investment Grade - Março de 2000 .....</b>	<b>23</b>
<b>Quadro 1 – Mais recentes classificações do Brasil.....</b>	<b>26</b>
<b>Gráfico 2 – Oscilações do IBOVESPA diante do grau de investimento e a interferência de fatores externos.....</b>	<b>28</b>
<b>Quadro 2 – Pontos positivos e negativos da entrada de investidores internacionais no mercado de capitais de um país .....</b>	<b>35</b>
<b>Quadro 3 – Escala de Classificação de Risco.....</b>	<b>45</b>

## LISTA DE ABREVIATURAS

*ADRs - American Depositary Receipts*

BNDES - Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

FGV - Fundação Getúlio Vargas

FMI - Fundo Monetário Internacional

IBOVESPA - Índice da Bolsa de São Paulo

IDH - Índice de Desenvolvimento Humano

PIB - Produto Interno Bruto

PRONAFIDE - Programa Nacional de Financiamento para o Desenvolvimento

S&P - Standard & Poor's

SEC - *Securities & Exchange Commission*

TI - Tecnologia da Informação

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>8</b>
1.1	CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA .....	9
1.2	JUSTIFICATIVA .....	10
1.3	OBJETIVO GERAL .....	11
1.4	OBETIVOS ESPECÍFICOS .....	11
<b>2</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>13</b>
2.1	COLETA DE DADOS .....	13
2.2	LIMITAÇÕES METODOLÓGICAS .....	14
<b>3</b>	<b>MERCADO ACIONÁRIO DOS PAÍSES MERGENTES</b> .....	<b>15</b>
3.1	CARACTERÍSTICAS E DEFINIÇÕES DE PAÍSES EMERGENTES.....	15
3.2	CONCEITOS E FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO MERCADO ACIONÁRIO.....	16
3.3	DESCRIÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO NOS PAÍSES EMERGENTES.....	18
3.4	BREVE HISTÓRICO DO MERCADO FINANCEIRO MEXICANO.....	19
3.5	BREVE HISTÓRICO DO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO .....	23
3.6	BREVE HISTÓRICO DO MERCADO FINANCEIRO RUSSO .....	29
3.7	A RELAÇÃO ENTRE OS MERCADOS ACIONÁRIOS DO BRASIL, DA RÚSSIA E DO MÉXICO .....	31
3.8	INVESTIDOR INTERNACIONAL .....	33
<b>4</b>	<b>AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO</b> .....	<b>37</b>
4.1	AS PRINCIPAIS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i> .....	37
4.2	O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO .....	40
4.3	FATORES UTILIZADOS PELAS AGÊNCIAS PARA A CLASSIFICAÇÃO DE RISCO.....	41
4.4	CRÍTICAS ÀS AGÊNCIAS ESPECIALIZADAS .....	46
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>50</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>52</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A integração econômica e financeira entre os países intensifica-se rapidamente. O acesso fácil e rápido ao mercado financeiro beneficia os investidores internacionais que buscarem novos mercados. Este processo, muitas vezes, é uma consequência do crescente acesso às informações a níveis mundiais, ajudando a subsidiar decisões de investimentos em qualquer mercado.

Com a grande oferta de informações econômicas, sociais e financeiras surgem, para o investidor internacional, incertezas na escolha dos países eleitos para efetuar os investimentos. E isto pode ser verificado, por exemplo, nos países menos desenvolvidos – os chamados “países emergentes” – os quais podem se apresentar mais vulneráveis diante de mudanças que possam ocorrer nos cenários internacionais, tais como crises financeiras e choques econômicos.

Foram surgindo novas oportunidades para os investidores, quando passou a ocorrer um processo crescente de melhor compreensão sobre o fortalecimento da economia dos países emergentes, proporcionando uma expansão das oportunidades de investimentos em seus mercados de capitais. Por isto, segundo Mobius (1996) a classificação de risco concedida aos países emergentes como o Brasil, Rússia e México pelas agências de *rating* podem impactar na decisão dos investidores nestes mercados de capitais, repercutindo fortemente nos resultados esperados pelos investidores. Mesmo assim, os investimentos em mercados emergentes precisam de maior cautela em relação aos países desenvolvidos.

Informações consistentes são necessárias, e mesmo se tornam indispensáveis para as decisões a serem tomadas para a realização de investimentos. A isto é atribuída a relevância das agências de classificação de risco. Conforme Bone (2006) as agências especializadas em avaliação de crédito também atribuem classificação de risco aos países – que são os ditos “riscos soberanos” – sendo que estas representam uma relevante fonte de dados financeiros, econômicos e sociais sobre os países que recebem o selo de grau de investimento, e estes dados também servem como subsídio para o direcionamento a ser implementado nos tipos de investimento a serem escolhidos pelos diferentes investidores.

Quando o *Investment Grade* é concedido pelas agências classificadoras de risco aos países, os recursos estrangeiros investidos nestes países tendem a aumentar, principalmente em se tratando de alguns fundos, que priorizam os mercados de capitais em países que apresentam classificação de risco de pelo menos duas agências de *rating*. Por outro lado, a conjuntura internacional também tem uma forte influência sobre a entrada de capitais estrangeiros na bolsa de valores destes países.

As agências não têm como objetivo recomendar a compra, a venda ou a manutenção de qualquer tipo de título em particular. Além disto, uma classificação de *rating* não tem por finalidade avaliar a adequação ou a inadequação de um determinado tipo de investimento. A decisão sobre aqueles investimentos cabe única e exclusivamente ao seu gestor do investimento, baseado nas informações dadas pelas agências e em outras informações que o investidor considerar como relevantes.

## 1.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

Para os investidores também existem oportunidades de investimentos além das fronteiras domésticas. Em consequência disto, os investimentos em mercados emergentes têm se tornado mais atrativos, proporcionando a diversificação de *portfólios* para quem busca atuar em outros mercados.

Quando as classificações de *rating* soberanos são emitidos, rapidamente o mercado financeiro reage (positiva ou negativamente) a esta notícia. Porém, estes *ratings* não devem ser os únicos instrumentos para o investidor/especulador tomar a decisão na alocação de recursos, como maneira de minimizar prejuízos ou maximizar ganhos, quer seja em investimentos de curto ou de longo prazo. Afirma Bone (2002) que as agências também cometem muitos erros nas classificações feitas (sendo que estes erros são acompanhados pelas respectivas críticas às ditas agências). Ocorrem erros como estes nas avaliações de determinados indicadores ou até mesmo na falta de informações das agências sobre determinado fato relevante. Tais erros causam forte impacto no mercado financeiro, e até mesmo na

economia local como um todo, pois tanto podem determinar uma grande evasão do capital estrangeiro ali investido quanto uma euforia exagerada neste mercado.

As classificações de crédito fazem com que os mercados acionários se tornem mais ou menos atrativos para os investidores, diante do valor da classificação informada por estas agências. Portanto, no presente estudo, foi feita a opção por serem analisados os fatores utilizados para a classificação de *rating* de países emergentes como o Brasil, Rússia e México, a fim de permitir maior clareza diante das notas das agências classificadoras, levando em conta que os *rating* soberanos apresentam um significativo grau de subjetividade em alguns dos fatores avaliados.

O estudo aqui apresentado também analisou as mudanças que ocorrem no mercado, a nível mundial, e que impactam diretamente ou indiretamente no mercado financeiro como um todo. Conforme Lamounier e Nogueira (2007) as crises financeiras e econômicas são fatores relevantes para as oscilações nos mercados de capitais, interferindo no retorno posterior à concessão do *Investment Grade*, observando também que o mercado acionário se apresenta sensível à conjuntura internacional e volátil em decorrência de instabilidades nela.

## 1.2 JUSTIFICATIVA

Para os países em geral, mas principalmente para os emergentes, as classificações de risco soberano desempenham um papel fundamental no desenvolvimento de seus mercados. As avaliações das agências classificadoras de risco constituem uma importante fonte de informação para os investidores, podendo alterar a percepção do investidor em relação aos riscos relativos a estes mercados. Esta percepção do investidor na escolha do país para alocação de recursos financeiros pode proporcionar ao país maior ou menor entrada de capital estrangeiro, fortalecendo assim o mercado financeiro de forma geral.

No contexto acima citado, as informações e classificações de risco das agências de *rating* para um dado país representam parâmetros de muita importância para o investidor na tomada de decisão sobre os investimentos a serem feitos. Assim, causam um forte impacto sobre o mercado acionário daquele país.

O uso bastante difundido da classificação de *rating soberano*, para diminuir a exposição ao risco dos investidores torna a pesquisa aqui apresentada importante para gerar informações aos investidores e agentes interessados. Possibilitando aos investidores perceberem como os mercados reagem diante do grau de investimento e a correlação dos fatores econômicos e financeiros externos que também impactam no mercado acionário conforme Lamounier e Nogueira (2007).

Entender a relevância dos *ratings* e a correlação entre fatores econômicos, políticos e sociais externos torna este estudo viável para que o investidor saiba mais como alocar os seus recursos de maneira mais eficiente, a fim de minimizar as possíveis perdas de seus investimentos

### 1.3 OBJETIVO GERAL

Este trabalho tem o objetivo de analisar os mercados bursáteis de países emergentes, antes e após receber o Grau de Investimento e suas implicações para os mercados financeiros.

### 1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) Abordar pontos positivos e negativos das agências classificadoras de risco;
- b) Estudar os diferentes fatores utilizados pelas agências de *rating* para a classificação de risco soberano;

- c) Analisar a situação econômica, política e social dos países emergentes que possam ser listadas como essenciais para a concessão do *Investment Grade* a um país.

O segundo capítulo do presente trabalho aborda como foram coletados os dados para esta pesquisa exploratória e quais os critérios adotados para a seleção dos países emergentes pesquisados. Também neste segundo capítulo foram abordadas as limitações da pesquisa onde se percebe pouca clareza nos critérios de classificação de risco soberano adotados pelas agências. No terceiro capítulo foi resumidamente abordado um breve histórico econômico e financeiro dos países emergentes (Brasil, México e Rússia) e alguns fundamentos teóricos. Sucintamente também foram descritas as expectativas e comportamento do investidor internacional. O quarto capítulo descreve as principais agências de classificação de risco, as divergências entre as agências quanto às classificações, as escalas de classificação adotadas pelas agências e aborda também as críticas feitas às agências especializadas. No quinto capítulo encontram-se as considerações finais bem como sugestões de pesquisas futuras e a seguir são apresentadas as referências bibliográficas.

## 2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atingir os objetivos propostos para o trabalho, foi realizado um estudo exploratório. A pesquisa feita teve como finalidade esclarecer, analisar, organizar e reunir dados relevantes para o tema a ser estudado, incluindo uma visão geral acerca do assunto escolhido. Este capítulo busca evidenciar a origem dos dados coletados e a metodologia utilizada.

### 2.1 COLETA DE DADOS

Na pesquisa aqui apresentada, além do assunto escolhido, também foi preciso definir quais os países que serviriam de objeto para a pesquisa. E, como critério, foram escolhidos países considerados “emergentes”, que já estiveram financeiramente vulneráveis, que enfrentaram uma significativa desvalorização em suas moedas nacionais, e que também já tiveram dificuldades para honrar com seus pagamentos. Eles deveriam ser países que já tivessem enfrentado algum tipo de crise importante de abrangência nacional ou até mesmo internacional como foi o caso da Rússia e do México. O Brasil, a Rússia e o México foram selecionados por serem países que apresentaram oscilações consideráveis em suas respectivas bolsas de valores. Quando receberam o Grau de Investimento e que, após o anúncio do *Investment Grade*, não foi possível sustentar a alta do mercado acionário por motivos internos e externos.

Depois de feitas as escolhas citadas acima é que começou a investigação sobre assuntos a cima citados. Foram feitas consultas em sites, artigos, livros, corretoras, revistas especializadas e principalmente foram obtidos análises e estatísticas com bancos de credibilidade como o Banco do Brasil, J.P.Morgan, Credit Suisse e Santander, onde possuem banco de dados com informações consistente e relevantes sobre o mercado acionário. Estas informações são emitidas por economistas e analistas que estão disponibilizados em forma de análises, relatórios e informativos que puderam ser consultados.

Também houve contato com o Banco Santander para esclarecimentos de algumas informações contidas nas análises e relatórios. Outro recurso utilizado foram as revistas especializadas em finanças e economia onde se encontravam matérias relevantes ao estudo pretendido. Também foram consultados e comparados outros trabalhos de conclusão de cursos de pós-graduação, mestrado e doutorado de diferentes instituições de ensino.

## 2.2 LIMITAÇÕES METODOLÓGICAS

Alguns pontos podem ser citados como limitantes, dentro da metodologia utilizada e apresentada acima. O primeiro destes foi o de que, apesar de terem sido buscadas fontes confiáveis, julga-se necessário alertar para o fato de que, quando se trata dos analistas e economistas que escreveram artigos, relatórios, análises, estatísticas e estudos, entre outros informativos, nos quais, em algum momento do trabalho estes “estudos” foram citados, na maioria dos casos, não é possível saber qual a vivência e o comprometimento do analista com o mercado. Porém, com a evolução da pesquisa e através do acúmulo do material estudado, percebe-se quando há consistência nas informações fornecidas.

Outra limitação percebida é que as informações quanto aos métodos de classificação feitos pelas agências e seus critérios para a pontuação dos fatores avaliados não oferece conclusões definitivas e claras. Entretanto, crê-se que as informações foram consistentes o suficiente para permitir que o presente estudo apresenta resultados e conclusões consistentes e confiáveis.

### 3 MERCADO ACIONÁRIO DOS PAÍSES MERGENTES

O presente capítulo tem como objetivo definir países emergentes e apresentar conceitos do mercado acionário. Tem também o propósito de fazer um breve comparativo entre os mercados financeiros da Rússia do México e do Brasil consideradas economias emergentes fazendo uma avaliação entre seus mercados acionários antes e depois do *investment grade*. Abordando também as percepções dos investidores internacionais frente ao mercado financeiro.

#### 3.1 CARACTERÍSTICAS E DEFINIÇÕES DE PAÍSES EMERGENTES

Afirma Tavares (2006), que os países emergentes têm, por definição do Banco Mundial, uma economia em que a geração de riqueza, medida pelo Produto Interno Bruto (PIB), se encontra abaixo da das economias desenvolvidas. A definição de “mercados emergentes” está inserida no contexto de diferentes variáveis, tais como: renda *per capita*; dimensão do mercado de capitais; grau de industrialização; economia estabilizada recentemente; política econômica estável; níveis de produção e exportação em crescimento; investimentos em infra-estrutura; investimentos de empresas estrangeiras; PIB em crescimento e assim por diante.

O esforço do país em se tornar um “emergente” tem o apoio do governo, do setor privado nacional e do capital estrangeiro. Estes esforços se concentram em mudanças estruturais da economia do país, na diminuição da interferência do Estado e conferindo maior liberdade para a entrada de capital externo, tornando os países mais atraentes em termos de oportunidades de investimentos privados, quer sejam eles nacionais ou estrangeiros.

Mesmo entre os países considerados emergentes, observa-se uma grande disparidade, quando se trata dos seus respectivos grau de desenvolvimento dos países. Porém, para Mobius (1996) não se pode definir a linha divisória entre países desenvolvidos e países emergentes. O autor a cima citado faz comparações entre

países produtores de petróleo, como o Kuwait e a Arábia Saudita, nos quais a renda *per capita* atingia níveis equivalentes aos dos países desenvolvidos, porém a distribuição da renda não havia atingido um nível suficiente para que estes países pudessem ser considerados como países desenvolvidos. Estes países também tinham suas economias pouco desenvolvidas, porque não havia um processo de industrialização, infraestrutura precária e também não haviam sido satisfeitos diversos outros quesitos, como Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), crescimento do índice da industrialização, crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) entre outros necessários para que eles pudessem ser considerados como países desenvolvidos.

### 3.2 CONCEITOS E FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO MERCADO ACIONÁRIO

Cada vez mais, o mercado acionário vem adquirindo uma crescente importância no cenário financeiro internacional, devido ao intenso intercâmbio entre os países, seguindo a tendência mundial da globalização. Os países abrem suas economias, motivados por diversos fatores. Entre eles está o de poder passar a receber investimentos externos, permitindo, assim, o desenvolvimento das empresas e deixando mais ativo o seu mercado de capitais.

Quando o nível de poupança cresce, maior é a disponibilidade para se investir. Estes investimentos servem como motor para impulsionar o crescimento econômico do país. À medida que as empresas se expandem, vai crescendo também a necessidade de recursos financeiros. Nos mercados financeiros, estes recursos podem ser obtidos por meio de empréstimos de terceiros; por reinvestimentos de lucros e através do aporte de capital dos acionistas.

Para Dornbusch e Helmers (1991), o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e das exportações dependem do aumento dos investimentos, que está ligado ao aumento na taxa da poupança doméstica. Este último aumento, por sua vez, exige uma dinâmica maior no mercado de capitais, estimulando a alocação de

recursos a médio e a longo prazo. Do mesmo modo, estes aumentos também exigem a criação de incentivos para a poupança. O mercado de capitais tem um papel estratégico no aumento da poupança e na redução do custo do capital.

No cenário mundial, as alterações são rápidas e o processo de inovação da comunicação e da informação proporcionam alterações no sistema financeiro internacional. Novais (2005) destaca que estas mudanças, referentes aos processos de globalização financeira, fazem com que os mercados de capitais fiquem totalmente interligados, onde os investidores podem ter acesso aos mercados em qualquer lugar do mundo.

A globalização financeira pode ser entendida, segundo Cardoso (1996), como um fenômeno em três dimensões que se integram mutuamente. Estas dimensões são:

- A integração que ocorre entre os sistemas financeiros dos países desenvolvidos e os dos países emergentes é um processo que vem desde a década de 1950, com a conversibilidade das moedas europeias. Estas integrações foram grandemente ampliadas a partir da década de 1970, com os mercados de euromonedas, e aceleradas com a desregulamentação financeira ocorrida na década de 1980. Esta maior integração financeira internacional conta também com a aceleração nos processos das telecomunicações e da tecnologia da informação (TI);
- A segunda dimensão da globalização financeira diz respeito ao acirramento da concorrência bancária. Esta concorrência pode ser expressa na crescente disputa entre bancos de diferentes origens, buscando maior participação em mercados em ascensão;
- Uma terceira dimensão está no avanço do processo de internacionalização de serviços financeiros, através do qual um investidor tem acesso a outros mercados financeiros fora de seu país de residência. Os fatores que

impulsionam este processo envolvem a criação de novos instrumentos financeiros, disponibilizando mais serviços e mais produtos aos investidores.

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de promover liquidez aos títulos emitidos por empresas, e também viabilizar o seu processo de capitalização. Este mercado é constituído pelas bolsas de valores, pelas sociedades corretoras e por outras instituições financeiras autorizadas. Para Pinheiro (2005), a Federação Mundial de Bolsas de Valores (*World Federation of Exchanges*) tem como objetivo o desenvolvimento do mercado de capitais, principalmente nos mercados emergentes. O desenvolvimento das Bolsas de Valores contribui também para o crescimento da economia, tendo como principais funções a capitalização das empresas e a transferência de recursos na economia.

Para Gitman (2002), o mercado de capitais tem como base as Bolsas de Valores, as quais transacionam instrumentos de dívida e participações acionárias. A Bolsa de Valores é o local onde as empresas podem levantar fundos através da venda de títulos novos, e também é onde os compradores de títulos podem obter liquidez.

O mercado acionário tem um comportamento que oscila entre momentos de crescimento acelerado nas cotações das ações (podendo até mesmo levar à euforia dos investidores), momentos de calma momentânea, períodos de extrema estagnação e o extremo oposto, com grandes reduções nos valores das ações (e, conseqüentemente, nos índices das Bolsas). Diversas explicações “tentam” esclarecer estas fases, através de algumas hipóteses, tais como o pouco interesse das empresas para abrir o seu capital, a inexistência cultural de fazer poupança em ações, a baixa proteção aos acionistas minoritários, os altos custos para que as empresas participem do mercado, a pouca liquidez em determinados setores e o alto nível de risco, entre tantos outros motivos.

### 3.3 DESCRIÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO NOS PAÍSES EMERGENTES

O mercado acionário, nos países emergentes, geralmente possui algumas peculiaridades, como a de que suas respectivas Bolsas de Valores recebem maiores montantes de investimentos estrangeiros, por se tratar de países com potencial e perspectivas de maior crescimento, quando comparados com os níveis de países já desenvolvidos. Mobius (1996), ainda atribui este fenômeno a algumas restrições impostas pelos governos ao investimento estrangeiro, como a das imposições cambiais, o que torna impossível o ingresso de fundos nestes “países emergentes”, ou, como um fator ainda mais importante, dificultando ou impossibilitando a saída destes recursos do país. Outro impeditivo está no fato de que alguns países adotam uma tributação excessiva aos investimentos estrangeiros, estimulando, assim, os investidores a que partam à procura de outros mercados acionários.

Para o mercado de capitais toda e qualquer vantagem que os governos possam criar é bem-vinda, quando favorece o crescimento do mercado acionário. E tais vantagens deverão criar estímulos para a atração de capital estrangeiro. Os países que tiverem maiores estabilidade econômica e possibilidades de crescimento serão os que poderão receber os maiores volumes de investimentos externos.

Alguns mercados acionários de países emergentes são tão desenvolvidos, como é o caso do de Hong Kong que, para alguns investidores internacionais, não deveriam constar na lista de mercados emergentes, devido ao “status” que estes já atingiram. Outros mercados, considerados pelo seu grau de importância, são o de Cingapura e o da Malásia relata Mobius (1996).

Mobius (1996) afirma que alguns analistas definem como um “mercado emergente” qualquer mercado no qual:

- Exista uma bolsa de valores em funcionamento ou um mercado de capitais ativo;
- Os valores mobiliários estejam disponíveis a investidores estrangeiros;
- A moeda local seja conversível ou o capital e o lucro possa ser livremente remetido ao exterior.

#### 3.4 BREVE HISTÓRICO DO MERCADO FINANCEIRO MEXICANO

O desenvolvimento do mercado de capitais em países como o Brasil, a Rússia e o México apresentam semelhanças por serem países que controlaram a inflação, passaram por graves crises financeiras e por algumas reestruturações, e após este processo receberam o grau de investimento.

Durante o “Milagre Mexicano”, de 1956 a 1970, quando o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu a taxas anuais de 6,7%, o investimento aumentou de 14% para 23% do PIB. A política de crescimento continuou até 1976. A partir deste ano, a dívida pública aumentou e as importações também aumentaram, agravando o déficit da balança de transações correntes, triplicando a dívida pública, resultando em um movimento de fuga de capitais para o exterior. E, de 1982 a 1986, a taxa anual de inflação atingiu 60%, e o governo mexicano ficou com grandes dificuldades para o pagamento de sua dívida externa. Fortes desvalorizações levaram à subida da taxa de câmbio real e, mais tarde, a queda brusca no preço do petróleo, ocorrida em novembro de 1985, agravaram ainda mais os problemas do México afirma Dornbusch e Helmers (1991).

Após a moratória mexicana, em 1982, de um total de sessenta bancos, cinquenta e oito deles foram nacionalizados. Destes, apenas dezoito bancos permaneceram abertos em 1990. Nesta crise, o que culminou foram os tradicionais mecanismos de repressão financeira (controles quantitativos de crédito e da taxa de juros) afirma Treuherz (2000).

A partir de 1988, o controle sobre o mercado financeiro do México começou a diminuir, iniciando a eliminação do mecanismo de crédito dirigido e do controle da taxa de juros sobre os depósitos bancários. Ao mesmo tempo, o governo mexicano lançou medidas de privatização dos bancos, para permitir a entrada de bancos estrangeiros no mercado de capitais do país. O desenvolvimento do mercado financeiro do México teve início no ano de 1988, com reformas que permitiram ao país desenvolver um mercado de bônus soberano de longo prazo.

Saunders (2000) afirma que a crise cambial em 1994 levou à desvalorização do peso mexicano, provocando grandes perdas no setor bancário, onde o governo interveio comprando empréstimos em atraso e os pagando com títulos públicos. Para este autor, a decorrência de crescentes déficits comerciais e da redução de

reservas cambiais, foram provocados pela sobrevalorização do peso, que ocorreu em 20 de dezembro de 1994. A desvalorização do peso mexicano, tal qual a moratória da dívida externa declarada em 1982, tiveram uma repercussão devastadora no curto prazo para o mercado mexicano de capitais, ocorrendo intensas saídas de capital. Esta evasão de capital se amenizou quando o governo dos Estados Unidos, sob a presidência de Bill Clinton, montou um pacote internacional de ajuda ao México.

O governo mexicano segundo Treuherz (2000), traça um programa de reforma do sistema financeiro, baseado em algumas constatações: a) o mercado de capitais ainda é incipiente; b) há uma forte demanda, no mercado de capitais, por parte do governo, dificultando o setor privado; e c) uma fração muito reduzida do investimento total é financiada pelo mercado de capitais.

Em 2002, o governo mexicano, lança o Programa Nacional de Financiamento para o Desenvolvimento (PRONAFIDE), o qual, segundo Novais (2005), tem como objetivos: a promoção da poupança doméstica; o estabelecimento de maiores facilidades para a reativação do crédito; a aceleração na modernização do sistema financeiro e ainda a ampliação nos mercados de renda fixa e variável.

Para alcançar os objetivos do programa acima, o mesmo governo também apresentou ao Congresso Nacional Mexicano uma série de novas leis e emendas à legislação. Uma destas novas leis permitia direitos explícitos aos acionistas minoritários, bem como visava promover maior transparência, maior abertura para informações e melhores práticas de governança corporativa afirma Novais (2005).

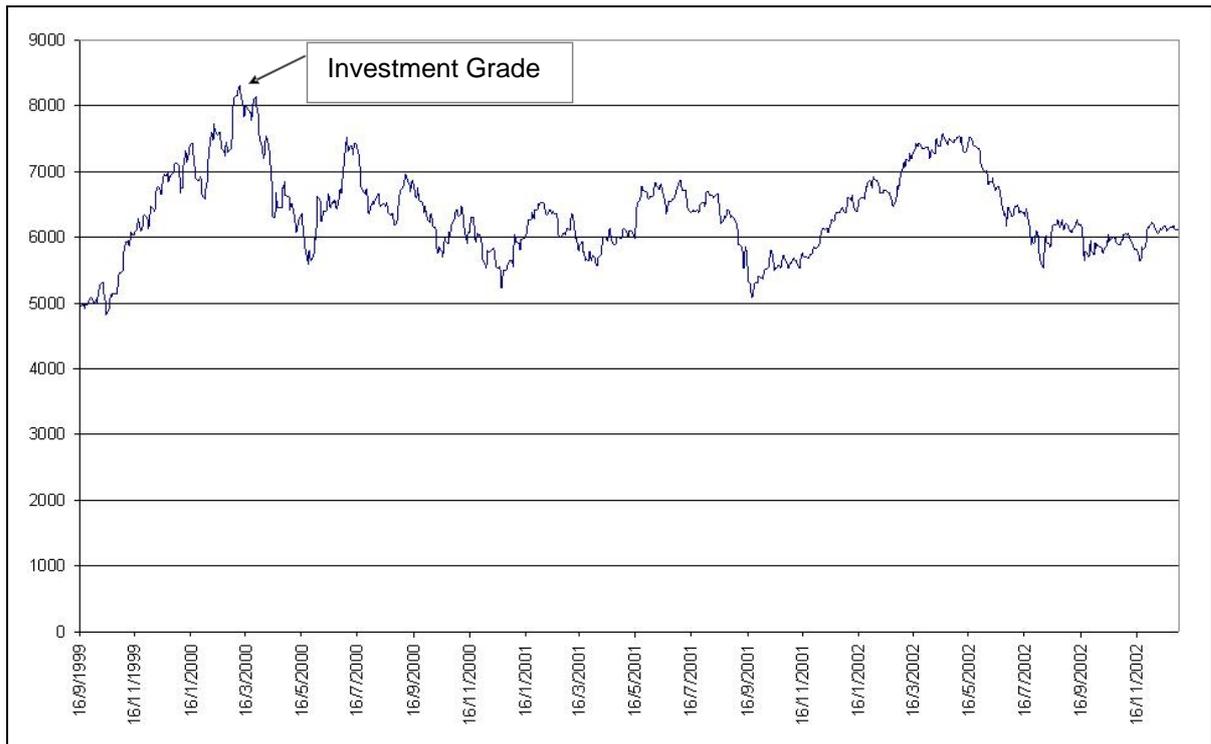
Segundo Treuherz (2000), por volta de 2001 e 2002, a inflação caiu, a estabilidade econômica foi consolidada e as taxas pagas pelo governo mexicano foram reduzidas à metade, determinando um maior nível de credibilidade, o que permitiu ao país receber, das agências internacionais, o Grau de Investimento.

Novais (2005) afirma que o mercado de capitais do México ainda é “tímido”, que sua capitalização representava 18% do PIB, no final de 2002, e que o mercado de capitais mexicano estava fortemente concentrado nas suas dez maiores empresas, que detêm 76% da negociação em Bolsa, o que podia deixar o mercado acionário menos atrativo. O economista Ilan afirma que o Produto Interno Bruto do

México cresceu, em média, 2,9% ao ano, nos últimos sete anos, já sob o efeito do Grau de Investimento. Este autor também afirma que o Grau de Investimento, concedido pela agência Moody's em março 2000, ajudou a derrubar as taxas de juros, que eram de 18,8% ao ano, em 1999, para 7,5% ao ano, em 2007. Mas este autor também salienta que a economia continuou crescendo abaixo da média de crescimento anual dos restantes países emergentes.

O México reflete seus fortes laços econômicos com os Estados Unidos, ficando, assim, mais “engessado” econômica e financeiramente com seu país vizinho, em uma situação na qual 90% das exportações mexicanas são direcionadas para os Estados Unidos. Esta dependência deixa o México muito mais vulnerável, quando os Estados Unidos diminuem o consumo.

O analista e economista Antônio Madeira, da MCM Consultores e Associados, afirma ainda que quando a Moody's concedeu ao México o grau de investimento, em março de 2000, o índice da Bolsa de Valores mexicana subiu, nos quatro períodos anteriores à concessão (3, 6, 12 e 24 meses), atingindo 119%, enquanto que, seis meses seguintes, caiu para 28,2%. Madeira também afirmou que “o mercado é muito mais rápido do que as agências e, ao menor sinal de que um país vá receber o Grau de Investimento, os aplicadores correm para comprar e aproveitar a valorização”.



**Gráfico 1 – Investment Grade - Março de 2000**

Fonte: Adaptado de Solidus S.A. (2008).

### 3.5 BREVE HISTÓRICO DO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO

No Brasil, como também no México, na década de 1990, foram lançadas algumas políticas de liberalização comercial. Estas políticas compuseram uma alternativa para a inserção dos países (que as adotaram) em outras economias, forçando assim as indústrias a se modernizarem, para enfrentar a competição interna e a externa, em nome da “globalização”.

Para um mercado de capitais ser considerado “desenvolvido”, deve haver, como fatores predominantes, o desenvolvimento econômico do país e o desenvolvimento do sistema de crédito. Estes fatores, uma vez agregados, levam ao desenvolvimento do mercado de capitais. O crescimento econômico também pode servir como uma medida de análise para as agências de crédito, pois uma economia em forte crescimento tem uma relação direta com a capacidade de honrar seus pagamentos.

A dívida pública brasileira é considerada como o fator que gera o maior desequilíbrio macroeconômico, causando “desconfiança” de acordo com a avaliação dos possíveis investidores internacionais. Este endividamento do governo do país serve como um dos indicadores para mensurar a capacidade que um país deve ter para honrar os seus compromissos financeiros, frente ao volume de riquezas e recursos relacionados às obrigações com seus credores.

O endividamento do Brasil enfraquece o país por vários motivos, e o autor Baer (1996) cita que o elevado endividamento resulta em grandes quantidades de receita de divisas que são usadas para custear a dívida. E que, na medida em que se necessita de refinanciamento, este coloca o país em desvantagens para negociar com os países seus credores, quando estes exercem pressões sobre as empresas multinacionais em funcionamento no país para que tenham maiores benefícios.

Devido à baixa previsibilidade econômica que é decorrente de grandes volatilidades do mercado financeiro e significativas incertezas econômicas, a sociedade brasileira ainda prefere o curto prazo em seus investimentos. Estas incertezas não permitem que os investidores brasileiros optem por horizontes mais dilatados em suas aplicações de recursos (monetários), pois as citadas incertezas reduzem a atratividade das aplicações financeiras de longo prazo afirma Teixeira (2005).

Em abril de 1964, o Governo começa a reestruturar o mercado financeiro. A nova reestruturação do mercado financeiro veio a beneficiar o mercado acionário, com a reformulação da legislação sobre a Bolsa de Valores, incluindo a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, a criação dos Bancos de Investimentos, etc.

Conforme Cardoso (1996), com vários incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve rápida demanda dos investidores por ações. Sob a ação destes incentivos governamentais, em dezembro de 1970 à julho de 1971, houve uma forte onda especulativa, durante a qual as cotações das ações na Bolsa de Valores não pararam de subir. Este movimento ficou conhecido como o “boom de 71”. Porém ele teve uma curta duração, pois os investidores, assustados com a rapidez e a magnitude das oscilações, começaram a vender rapidamente suas posições no mercado. Depois disto, o mercado ficou deprimido por vários anos e, ao longo deste período, algumas companhias se mostraram sem qualquer compromisso com seus

acionistas e geraram grandes prejuízos para o investidor, manchando de forma duradoura a reputação do mercado acionário brasileiro.

Ao longo do tempo, afirma ainda o autor citado a cima que vários outros incentivos foram adotados para promover o crescimento e a confiança no mercado acionário, tais como: os ganhos obtidos na Bolsa passaram a contar com isenção fiscal; o abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumento de capital; e programas de financiamento subsidiados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). No ano de 1976 foram introduzidas mais duas normas legais. A nova Lei das Sociedades Anônimas teve como objetivo promover o fortalecimento dos direitos dos acionistas minoritários. A outra norma foi a criação da Comissão de Valores Mobiliários, também conhecida como CVM, que se destina a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, a fiscalizar a Bolsa de Valores e as companhias abertas.

Em meados da década de 1990, com a abertura da economia brasileira, aumentou o volume de investidores estrangeiros no mercado acionário. Algumas empresas brasileiras também começam a acessar o mercado externo sob forma de *ADRs – American Depositary Receipts*, com o objetivo de se capitalizar. As empresas brasileiras cujas ações são negociadas no exterior começaram a ter contato com acionistas acostumados a investir em empresas com práticas em governança corporativa mais avançadas. Então, o mercado acionário brasileiro começa a aperfeiçoar a sua regulamentação, assegurando maior proteção ao investidor e criando o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

No início do Governo Lula, a gestão se manteve responsável por estabelecer a prioridade no “tripé” – sistema de metas da inflação, câmbio flutuante e manutenção de um significativo superávit primário. Este ambiente de estabilidade proporcionou uma maior confiabilidade e segurança aos investidores internacionais, já que o risco de inadimplência do país passou a se apresentar mais baixo.

Esta estabilidade permitiu à agência Standard & Poor’s conceder ao Brasil, em 30 de abril de 2008, o grau de investimento e, logo em seguida, no dia 29 de maio, a agência Fitch também concedeu ao Brasil o *Investment Grade*. De acordo com a *Fitch*, “a melhora notável das contas externas, em parte devido ao aumento

das *commodities*, mas também em função da boa condução da política econômica, aliadas ao fato de o país ser um credor líquido externo, deixaram o Brasil muito mais resistente a choques financeiros globais e aumentaram a credibilidade da política macroeconômica”. O Banco do Brasil informou que, para a Standard & Poor’s, o aumento na classificação reflete a melhoria nas perspectivas de crescimento do país, o controle da inflação, a maturidade do desempenho dos indicadores externos e a forte queda da dívida externa líquida. Esta junção de fatores positivos traduz a confiança de que o país seja capaz de honrar com seus endividamento e déficit fiscal.

Esta conquista já era consensual no mercado, mas a notícia não deixou de ser positiva, fazendo o índice da Bolsa de Valores, o IBOVESPA disparar 6,63% em um único dia. O Brasil comemora uma das conquistas de maior relevância para a economia brasileira, a classificação de risco, que tem credibilidade entre os países mais desenvolvidos. Assim, o Brasil está pronto para receber dinheiro de fundos estrangeiros, que têm como premissa só investir em países “seguros”, ou seja, naqueles que tenham a classificação do risco soberano das agências classificadoras de risco.

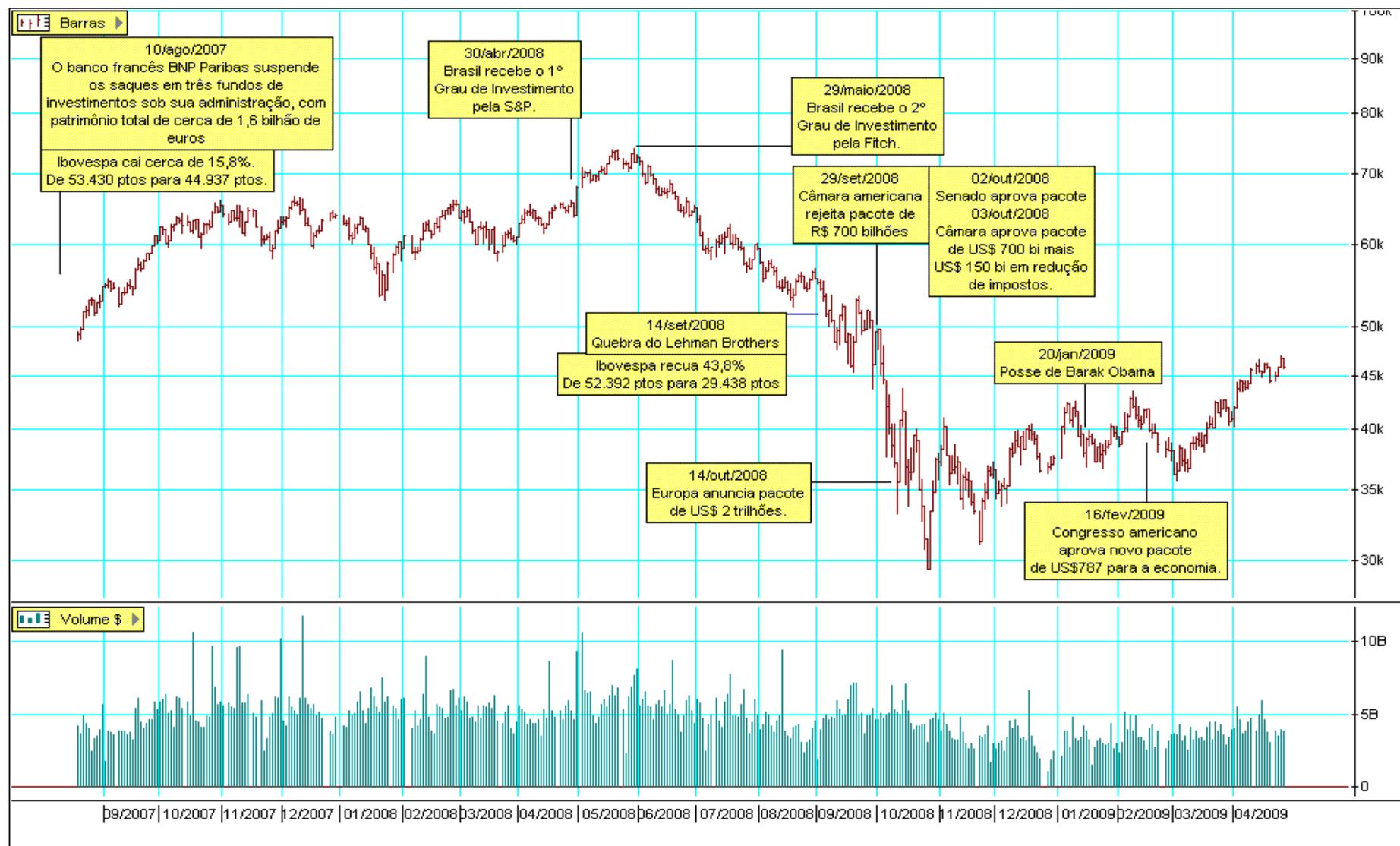
S & P		FITCH		MOODY	
BBB+	30/4/2008	BB+	10/5/2007	Ba1	23/8/2007
BB+	16/5/2007	BB	28/6/2006	Ba2	31/8/2007
BB	28/2/2006	BB-	28/9/2004	Ba3	12/10/2006
BB-	17/9/2004	B+	6/11/2003	B1	9/9/2004
B+	2/7/2002	B	21/10/2002	B2	12/8/2002
BB-	3/1/2001	B+	1/8/2002	B1	16/10/2000
B+	14/1/1999	BB-	19/5/2000	B2	3/9/1998
BB-	2/4/1997	B+	22/2/2000	B1	30/11/1994
B+	18/7/1995	B	26/1/1999	B2	28/3/1989
B	30/11/1994	B	1/12/1994	B1	4/12/1987

**Quadro 1 – Mais recentes classificações do Brasil**

Fonte: Adaptado de Solidus S.A. (2008).

Fernando Holanda, pesquisador e professor de economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV), argumenta que o Grau de Investimento já era esperado pelo mercado, e que, por isto, a alta das ações não se manteve. O autor também afirma que esta queda do IBOVESPA se deve ao pessimismo existente na conjuntura internacional, e especialmente a fatores como a crise americana, a pressão inflacionária e o choque das ofertas das *commodities*, além da gigantesca alta do preço do barril de petróleo.

Segundo Mauro Leos, analista da Moody's, o Brasil pode vir a ter um *upgrade*, ou seja, a sua nota pode ser alterada, mas mesmo assim a agência assumiu uma postura mais cautelosa, mantendo o Brasil ainda abaixo do Grau de Investimento. O analista afirma que “as crises revelam a capacidade de resistência dos países aos choques, e o Brasil tem se saído muito bem”.



**Gráfico 2 – Oscilações do IBOVESPA diante do grau de investimento e a interferência de fatores externos**  
Fonte: Solidus S.A. (2008).

### 3.6 BREVE HISTÓRICO DO MERCADO FINANCEIRO RUSSO

A Rússia foi muito afetada pela crise asiática de 1997 e após a reeleição do Presidente Boris Yeltsin, a credibilidade russa ficou muito abalada na percepção dos investidores internacionais devido às acusações de corrupção nos altos escalões do governo daquele país. Também houve uma grande desvalorização na moeda russa, o rublo, e, em agosto de 1998, foi declarada a moratória de 90 dias sobre o pagamento da dívida externa, declarada pelo Governo em 1998, conforme Treuherz (2000).

O autor a cima citado também afirma que a crescente incerteza percebida pelos investidores estrangeiros fez com que, em 1996, os investimentos diretos do exterior fossem menores do que 1% do PIB russo. Também se deve levar em conta que a economia russa está baseada na produção e exportação de petróleo, produtos químicos e metais. A situação da Rússia, foi muito agravada quando, em 1997, o preço das *commodities*, principalmente o do petróleo, caiu no mundo inteiro.

Na crise da Rússia, vários fatores foram se agravando, com o passar do tempo. Grandes bancos estavam com dificuldades para honrar os seus compromissos, o rublo se desvalorizava a cada dia e os investidores continuavam a sair do país. O governo procurou transferir empresas estatais para agentes privados. Conforme Treuherz (2000), uma das tentativas governamentais para estabilizar a situação foi a de privatizar 75% da Rosneft, grande empresa de petróleo. No entanto, não houve qualquer proposta. Com isto, havia escassez de dólares e as taxas de câmbio já sinalizavam o inevitável, a moratória. O Governo permitiu que a taxa de câmbio flutuasse entre 5,96 rublo por dólar, no final de 1996, e 20,65 rublo por dólar, em dezembro de 1998, continuando a perder este valor, com o passar dos meses.

Diante desta situação, o governo russo e o seu Banco Central declaram que eram incapazes de pagar suas dívidas, congelando assim seus pagamentos. Diante desta situação, as importações caíam cada vez mais. O Banco Central, para tentar manter o valor do rublo, teve perdas significativas em suas reservas internacionais, o PIB continuava a cair, enquanto as taxas de inflação e de desemprego aumentavam

consideravelmente. Esta situação de instabilidade trouxe consequências não só para a Rússia, mas também para o mundo inteiro.

Conforme enfatiza Roberts (2000), entre outros fatores, o que diferencia a Rússia do Brasil e do México, economicamente, está no fato de que o balanço de pagamentos da Rússia era constantemente negativo, em decorrência da instabilidade política russa e da demora do governo para adotar uma posição mais liberal para a economia globalizada.

Pinto, Vilela e Lima (2005), afirmam que o Estado Russo pediu ajuda ao Fundo Monetário Internacional (FMI), que lhe emprestou a quantia de US\$ 11,2 bilhões de dólares. A entrada deste dinheiro no mercado possibilitou que os investidores russos (e os estrangeiros que ainda não haviam saído daquele mercado financeiro) pudessem deixar este mercado sem perdas “consideráveis”.

Os autores a cima citados enfatizam que a situação na Rússia seguiu uma cadeia de fatores que literalmente levam ao caos, com a paralisia do setor bancário, onde as empresas não conseguiam financiamentos, como também não era permitido aos correntistas efetuarem os saques. Muitos bancos fecharam, gerando uma demissão em massa de seus empregados. Esta insolvência fez com que milhares de correntistas perdessem as suas poupanças, gerando maior empobrecimento da população, principalmente da classe média.

A falta de investidores internacionais na economia russa foi um fator negativo para os investimentos diretos no país, resultado principalmente da instabilidade política da administração do Presidente Yeltsin e também de o país ter sido afetado pela crise asiática, quando a Rússia também sofreu com as consequências desta crise, em um período em que os investidores internacionais se retraíram em seus mercados domésticos conforme Treuherz (2000).

Com a transição do presidente Boris Yeltsin para Vladimir Putin, em março de 2000, o apelo do novo presidente foi o de convidar os investidores estrangeiros a aplicar seus recursos na “nova Rússia”, prometendo que haveria uma modernização econômica focada na liberalização, na livre concorrência e no direito de propriedade segundo Treuherz (2000).

Para o economista e professor de finanças Franklin Allen, quando a Moody's Investors Service, em janeiro de 2004, conferiu o Grau de Investimento à Rússia, junto a esta classificação veio à tona o escândalo de corrupção da *Yukos*, a gigante petrolífera, causando uma grande saída de capital do mercado russo, revelando a fragilidade desta economia. Logo após este escândalo, o mercado acionário teve quedas significativas.

### 3.7 A RELAÇÃO ENTRE OS MERCADOS ACIONÁRIOS DO BRASIL, DA RÚSSIA E DO MÉXICO

A importância para o país quando este recebe o Grau de Investimento é ampla, o mercado passa a ter “o selo da credibilidade” e pode receber recursos dos fundos de pensão americanos, japoneses e europeus, que até então não podiam investir em países sem a certificação discutida no presente trabalho. Estes recursos poderão contar com maiores facilidade e segurança para o seu ingresso no mercado acionário e na economia real.

As opiniões sobre o Investment Grade, em relação ao Brasil, geraram críticas e elogios (REVISTA DA SEMANA, 2008, p. 1).

O *Globo* – Delfim Neto (ex-ministro da Fazenda): “poderia ter acontecido antes, quando as agências tinham um pouco mais de credibilidade. Pois elas não foram incapazes de prever o risco da recessão que assola os Estados Unidos”;

Veja – Ilan Goldfain (ex-diretor do Banco Central do Brasil): “ainda há substanciais obstáculos para o Brasil, tanto que, nas classificações de competitividade e de facilidade em fazer negócios, o país está mal colocado”;

O *Estado de São Paulo* – Thomas Trebat (Diretor do Centro de Estudos Brasileiros da Universidade de Colúmbia) admitiu estar perplexo com a classificação, já que existe uma crise global e o Brasil precisa fazer, urgentemente, várias reformas tributárias e trabalhistas, entre outras tantas. E, nestes quesitos, o país pouco avançou;

*El País* - A notícia é muito boa, pois agora o Brasil está na lista dos países seguros para investir, o que ajudará a atrair bilhões em investimentos.

Com a chegada da notícia da concessão do Grau de Investimento pela Standard & Poor's, o Índice da Bolsa de São Paulo (IBOVESPA) teve alta de 6,33% em um único dia. Aquela foi a maior alta desde 17 de outubro de 2002. O volume negociado foi de 9,7 bilhões, enquanto a média diária no ano é de 5,9 bilhões. A razão para tanta euforia foi a perspectiva de aumentos no fluxo de ingresso de capital estrangeiro no país.

Na Rússia, quando a Moody's lhe concedeu a nota "Baa3" (classificação mínima de Grau de Investimento), foi tomada como base o que esta agência considera como "capacidade para honrar as suas dívidas". Esta classificação gerou muita surpresa para todos, e o diretor executivo da Moody's teve que dar muitas explicações sobre a classificação. Helena Hessel (diretora da S & P da Europa Central) afirmou que a vida política da Rússia continua muito instável e permanece com a nota de dois pontos abaixo do *Investment Grade*.

No México, a classificação do Grau de Investimento também provocou diversas críticas por parte dos analistas, economistas e agentes de mercado. Quando a Moody's classificou o México como grau de investimento, em 2000, a nota foi divulgada quatro meses antes de uma eleição presidencial crucial e pouco antes do México sair de uma grave recessão. Teria a classificação sido prematura? (BONE, 2002).

O México apresenta uma das menores relações de crédito ao setor privado *versus* PIB (sendo este um fator importante da classificação de risco pelas agências), mas o México está na categoria de Grau de Investimento. Segundo Canuto e Santos (2003), a Moody's esclarece que o México apresenta uma forte integração econômica, comercial e financeira com os Estados Unidos. E esta integração torna a economia mexicana mais resistente e menos vulnerável às crises financeiras que ocorram em outros mercados. Outro aspecto a ser considerado é o de que grandes empresas norte-americanas instaladas no México recorrem ao mercado de capitais local para se financiar, o que reduz a relevância do crédito doméstico como um indicador para estas agências.

Estudos feitos revelam que os Índices das Bolsas de Valores da Coreia do Sul, da Rússia, do México e da Índia, quando ganharam o *Investment Grade*, subiram, em média, 32% acima da média das bolsas dos demais países ditos emergentes. Esta variação no desempenho foi verificada através da comparação destes índices ao longo de um período de 24 meses – 12 meses antes da atribuição do “selo de nação segura” e 12 meses depois afirmou Camba (2007).

Os analistas do Credit Suisse informaram que o alinhamento de duas agências, que concederam o grau de investimento para o Brasil, foi rápido, com uma diferença de apenas 29 dias. No caso da Rússia, o segundo grau de investimento foi atribuído um ano depois da obtenção do primeiro grau de investimento, enquanto que, no México, o intervalo entre ambos foi de dois anos.

### 3.8 INVESTIDOR INTERNACIONAL

O investidor internacional está ávido por boas oportunidades de investimentos. Com isto, estes investidores veem a diversificação internacional como uma boa oportunidade, principalmente quando se trata dos países emergentes que apresentam um bom potencial de crescimento e desenvolvimento. Com a percepção de que esteja havendo um fortalecimento dos mercados nos países emergentes, novas oportunidades apareceram, motivando o investidor. São elas:

- Redução do risco através da diversificação internacional;
- Elevado crescimento econômico;
- Oportunidade de obtenção de maiores retornos para os investimentos, a partir da identificação de ações subavaliadas;
- Estes mercados podem apresentar oportunidades ainda não exploradas por grande parte dos investidores, pois os mercados emergentes apresentam menor concentração de investidores institucionais.

O mercado de capitais apresenta dois tipos de investidores: os individuais, que são pessoas físicas ou jurídicas que participam diretamente no mercado, comprando e vendendo ações, assumindo sozinhos os riscos relativos a cada negócio feito; e os investidores institucionais, que são pessoas jurídicas que movimentam recursos vultosos no mercado financeiro, e que, por determinações governamentais, são obrigadas a investir parte de seus capitais no mercado de ações, constituindo uma carteira de investimentos.

A crescente ligação existente entre os diferentes mercados financeiros, em nível mundial, acaba por ampliar as propagações das crises financeiras. E isto também ocorre em função do comportamento sincronizado dos investidores que atuam em escalas mundiais.

Com o desaquecimento da economia americana, os atentados de 11 de setembro e o escândalo das fraudes contábeis dos balanços de grandes empresas fizeram com que a confiança dos investidores frente ao mercado de capitais fosse abalada, no ambiente de investimentos. Estes fatores influenciaram significativamente a liquidez no mercado mundial, provocando uma maior aversão ao risco. Esta desconfiança e a conseqüente redução de liquidez provocaram uma maior escassez de crédito, financiamentos e investimentos, comprometendo até mesmo a notícia positiva da concessão do grau de investimento.

O mercado financeiro dos países emergentes avança velozmente nos últimos anos, devido a alguns fatores, conforme expõe Cardoso (1996):

- Com a internacionalização dos mercados financeiros domésticos, se verifica um crescimento no fluxo de capitais, tanto para países industrializados quanto para países em desenvolvimento;
- A diminuição dos custos das comunicações internacionais deve ser levada em conta, pois facilita a negociação direta entre credores e devedores;
- Também se verifica um crescimento dos instrumentos financeiros e uma maior institucionalização da poupança, devido à expansão dos fundos de seguridade e previdência;
- A internacionalização requer maior confiança dos investidores. E isto ocorre devido à ampliação da área de validade do direito internacional.

Apesar da crise da Ásia, em 1997, e da que ocorreu na Rússia, no ano seguinte, bem como do estouro da bolha da Internet, em 2000, a capitalização do mercado global triplicou, entre 1990 e o fim de 2003. Segundo Novais (2005), este crescimento não se limitou a países desenvolvidos, houve também incrementos em países emergentes, a partir da liberalização do mercado de ações para investidores estrangeiros. Alguns exemplos são o do Brasil, em 1988, e o do México, em 1989.

Para acompanhar este novo ciclo de desenvolvimento no mercado de capitais, os mercados financeiros em desenvolvimento tiveram que ser reformulados. Como resultado destas mudanças, houve a redução dos entraves à entrada de capital estrangeiro nestes mercados. Com isto, os investidores estrangeiros passaram a ter um papel muito importante no desenvolvimento de um país.

Quando os investidores buscam outras fronteiras de investimento, eles estão em busca de maiores lucros, de menores riscos e de menor volatilidade, devido à diversificação de seus investimentos, segundo Pinheiro (2005). Para este autor, os investidores internacionais também buscam, além das vantagens citadas acima, a oportunidade para a alavancagem de rentabilidade. Teixeira (2005), relata que os investidores são tendenciosos a olhar para um horizonte de tempo cada vez mais curto, em seus investimentos, deixando mais limitadas as perspectivas retornos financeiros.

A entrada de investidores internacionais em uma economia pode trazer efeitos positivos e negativos, conforme descreve Pinheiro (2005) e é apresentado no Quadro 2:

<b>Efeitos positivos</b>	<b>Efeitos negativos</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Melhora na imagem internacional do país;</li> <li>• Com a entrada de divisas o governo pode financiar seu déficit por prazos maiores e com taxas de juros menores;</li> <li>• O aumento de entrada do fluxo de divisas favorece as empresas de diversas maneiras.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O incremento descontrolado no fluxo de divisas pode causar desequilíbrio nas contas;</li> <li>• Qualquer atitude do governo passa a impactar nas decisões do investidor internacional, podendo fazer com que estes percam a confiança e retirem seus recursos abruptamente;</li> <li>• O país tem dificuldade para controlar a fuga de capitais em uma crise financeira internacional.</li> </ul>

**Quadro 2 - Pontos positivos e negativos da entrada de investidores internacionais no mercado de capitais de um país**

Fonte: Pinheiro (2005, p. 48).

Novais (2005) afirma que, mesmo com o crescimento do mercado de ações, é clara a preferência dos investidores pelo mercado de renda fixa. Isto ocorre devido à falta de transparência e de proteção aos acionistas minoritários, especialmente após o estouro da bolha da Internet e do caso Enron, nos Estados Unidos, em 2001.

O mesmo autor explica que:

Dados de 18 países emergentes mostram que a taxa de crescimento do estoque de capital, após a liberalização do mercado de renda variável, aumentou de 5,4% para 6,5%. Já a liberalização do mercado de renda fixa pode trazer dificuldades para os bancos, para as empresas e para o governo, em momentos de incertezas e de dificuldades para rolar o crédito. Na Bolsa, se os estrangeiros quiserem vender as suas posições, os preços cairão, aumentando a expectativa de retorno e diminuindo o incentivo à venda. Isto não ocorre no mercado de bônus, onde a dívida deve ser paga independentemente da situação financeira da empresa ou do governo. O investidor pode perder no mercado secundário de renda fixa, mas se mantiver seu título até o vencimento, receberá a quantia preestabelecida, excetuando-se, é claro, os casos de não pagamento (NOVAIS, 2005, p. 44).

Os investidores internacionais procuram por oportunidades de ganho de capital oferecidas por países além de suas fronteiras domésticas, buscando aumentar o retorno total ou reduzir o risco de sua carteira através da diversificação internacional. É o desenvolvimento e o crescimento dos mercados financeiros que fazem com que haja maior ou menor interesse do investidor internacional na escolha do país que será escolhido para alocação dos recursos.

## 4 AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

O presente texto aborda as principais agências de classificação de riscos de crédito, que atuam como principal referência usadas pelos agentes econômicos na avaliação de riscos devido a credibilidade que as agências possuem. O capítulo também descreve alguns fatores utilizados pelas agências no processo de classificação de risco e também aponta algumas críticas feitas a estas às agências.

### 4.1 AS PRINCIPAIS AGÊNCIAS DE *RATING*

Diante do desenvolvimento e do crescimento do mercado financeiro mundial e da integração entre eles, as instituições e os investidores têm buscado minimizar os riscos gerados pela enorme quantidade de informações sobre o mercado que, por vezes, são informações incompletas ou até mesmo informações que, de certa forma, podem manipular o mercado. Como a demanda pela qualidade de informação está crescendo e o processamento dos dados relativos a estas informações se torna muito custoso, a presença e força das agências de *rating* podem ser traduzidas pela magnitude de seu cadastro de clientes e por sua credibilidade mundial.

Além de fazerem classificações de risco das empresas e de seus títulos, as agências especializadas também têm como papel o de atribuir riscos aos países, que são os chamados “riscos soberanos”, os quais correspondem a uma nota, concedida por estas agências de classificação, quanto à capacidade que um país tem para honrar seus compromissos junto a seus credores, refletindo o grau de risco inserido nas operações de investimento em títulos federais que este país tenha no mercado.

As notas atribuídas pelas agências classificadoras de risco de crédito são indicadores, com divulgação pública, que servem como fonte de informação para os

investidores na avaliação e na tomada de decisão de compra e venda em relação aos títulos. Fica claro que a classificação concedida pelas agências não tem como pretensão a recomendação ou não de títulos e também não é a garantia de risco zero para a escolha de investimentos.

Existem de 130 a 150 agências de classificação de risco em todo o mundo, segundo o *Bank of International Settlements*, considerado o Banco Central dos Bancos. Em sua maioria, as agências são pequenas e atendem em áreas limitadas de jurisdição ou de setores econômicos específicos, e poucas delas são regulamentadas pelos governos. Para Bone (2004), os Estados Unidos dominam o mercado de agências de risco e, a nível mundial, são três as agências que se destacam como principais empresas de classificação, que são: a Standard & Poor's, a Moody's e a Fitch Rating. A Dominion Bond Rating, empresa canadense também é reconhecida pela *Securities & Exchange Commission (SEC)*, porém com pequena expressão diante das três empresas anteriormente citadas. A autora a cima citada também afirma que deve-se levar em conta que, além das agências de classificação, também existem muitos bancos importantes, como o J.P.Morgan, o Credit Suisse, e outros bancos com credibilidade mundial, que publicam análises, relatórios e estatísticas, entre outras informações relevantes sobre as condições econômicas e financeira dos países, os quais, algumas vezes, têm efeitos idênticos aos das publicações daquelas agências.

A Standard & Poor's, nasceu de uma fusão, em 1941, entre a Standard Statistics e a Poor's Publishing Company. O Sr. Poor foi um dos líderes que alicerçou o setor de informações financeiras, com a frase "o investidor tem o direito de saber". Atualmente, esta empresa é a maior agência provedora global de dados, avaliações, análises e opiniões independentes sobre investimentos. A agência também é conhecida por ser a criadora e mantenedora do índice S&P 500, um dos principais índices do mercado financeiro americano.

Em 2006, a Standard & Poor's Rating Services publicou mais de 495.000 *ratings*, incluindo 223.000 novos e 271.000 *ratings* revisados. A empresa emprega 8.500 funcionários em 23 países e mercados. Segundo Markoski e Moreira (2006), a demanda por *ratings*, no Brasil, começou a crescer em 1996, quando iniciou a aceitação dos títulos brasileiros no exterior e também foi concedida ao Brasil a primeira classificação de *rating*. Os primeiros países a receber o *rating* da Standard

& Poor's foram a Austrália, em 1961, e a Finlândia, em 1972, e o primeiro país emergente a ser integrante do grupo dos países detentores destes *ratings* foi a Venezuela, em 1982.

Outra agência de destaque é John Moody & Company, que, em 1900, publicou um manual em que continha informações e estatísticas sobre as ações e títulos de instituições financeiras, órgãos públicos, mineradoras, etc. Em 1909, o Moody's Investor Service estabeleceu um sistema de classificação de risco com o propósito de estabelecer uma graduação das condições de crédito dos emissores. A empresa atua em mais de 100 países soberanos; emprega mais de 3.000 colaboradores e tem, em seu cadastro, mais de 12.000 empresas emissoras de títulos de dívida, mais de 29.000 registros de emissores de títulos dentro do setor público e de 96.000 emissões estruturadas.

As duas agências, a Standard & Poor's e a Moody's Investor Service detêm, juntas, mais de 80% do mercado de *ratings*. O restante de mercado é disputado por outras agências, com maior participação da Fitch IBCA. A Fitch é pioneira e líder em atribuir maior cobertura para a América Latina.

A Fitch IBCA é resultado de fusões entre quatro agências de alta reputação que são: Fitch, IBCA, Duff & Phelps, e BankWatch. A agência está presente em mais de 90 países e conta com 2.500 colaboradores, distribuídos em 49 escritórios, instalados em diversos países.

Para a Moody's, os resultados de *default* para os títulos "Aaa" são muito baixos. Esta taxa foi de 0,67%, em um período de 10 anos. Entretanto, quando se acompanha posições decrescentes na escala de *rating* para o grau especulativo, a taxa de *default* aumentou drasticamente, para 44,5%, no mesmo período de 10 anos.

## 4.2 O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

No sistema financeiro, as decisões a respeito dos investimentos devem ser ágeis e consistentes, fazendo assim com que os investidores se “protejam”, busquem retornos satisfatórios e minimizem os riscos.

Contudo, esta tentativa de minimizar os riscos depende de informações corretas e confiáveis sobre os diferentes *players* atuantes no mercado financeiro. Em “economias maduras”, a procura pelas agências de *rating* tem crescido, visando poder assegurar a qualidade dos ativos, ou seja, viabilizar um sistema financeiro mais confiável aos investidores.

Os *players* do mercado, conforme afirma Bone (2002), buscam as agência de classificação de risco com o objetivo de diminuir as incertezas associadas ao risco de inadimplência de seus emitentes, diminuindo suas possíveis perdas.

As agências classificadoras tentam refletir os riscos específicos de um país, o “risco soberano”, os quais podem comprometer a capacidade de que um dado país possa saldar seus compromissos. Os *ratings*, concedidos pelas agências de risco, são indicadores que buscam analisar a conjuntura econômica, social e política de um país, envolvendo julgamentos macroeconômicos internos e externos e também perspectivas futuras para o país.

Cada vez mais, as empresas e os governos estão usando as agências de classificação para a análise de crédito. A necessidade em serem avaliados ocorre principalmente porque grande parte dos investidores e fornecedores de crédito internacional só negociam com *rated countries*. Grandes investidores institucionais, como os fundos de pensão, possuem regras de gestão interna que limitam investimentos em ativos classificados como “grau de especulação”, ou seja, países que representam maiores riscos em honrar com seus compromissos, estão abaixo do Grau de Investimento na tabela de classificações. Outros montam as carteiras de investimentos com base nas classificações e na propensão de risco da carteira escolhida.

No mercado financeiro mundial, a presença das informações emitidas pelas agências de classificação de risco de crédito são fortes sinalizações para os investidores que participam do mercado (BONE, 2004). Este autor destaca a importância das agências pelos seguintes fatores:

- As agências classificadoras têm, no mercado, alta idoneidade e confiabilidade;
- As agências se financiam cobrando o custo da elaboração do *rating* dos emitentes dos títulos de dívida;
- O alto custo que cada investidor teria para captar e interpretar informações sobre os emitentes dos títulos de dívida seria inviável, o que beneficia o uso das agências, pois estas possuem retorno de escala na captação e na interpretação das informações, sintetizando estas informações de forma clara e simples para o mercado.

#### 4.3 FATORES UTILIZADOS PELAS AGÊNCIAS PARA A CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

O *rating* de risco soberano exerce um papel importante no mercado financeiro, pois os impactos direto e indireto sobre a captação de recursos pelo governo ou por empresas privadas são afetados pelos respectivos *ratings*, servindo como sinalizações para que os investidores decidam sobre participar ou não do mercado financeiro através da compra (ou não) de determinados títulos.

Segundo Canuto e Santos (2003), o risco soberano é o risco de crédito associado a operações de crédito concedidas aos Estados soberanos. As agências buscam avaliar a capacidade e a disposição do governo para pagar a dívida integralmente, nos prazos e condições acordados na contratação do empréstimo. As classificações soberanas podem ser de obrigações de moeda nacional ou estrangeira. Quanto às obrigações, estas podem ser divididas entre as “obrigações de longo prazo” e as “obrigações de curto prazo”, sendo que o prazo é considerado como “curto” para as obrigações com prazos de vencimento inferiores a um ano.

A classificação é um processo aberto e claro, feito com base nas informações disponíveis e adequadas aos diferentes mercados, e também baseada nos princípios de idoneidade, de integridade analítica, de independência, de objetividade e de informações consistentes. O fato de um país ter nota “A” não significa que ele será definitivamente adimplente, mas indica que, em um prazo relativamente curto, a sua inadimplência seria menos provável e também indica que este país (com Grau de Investimento) tenha maior capacidade para enfrentar crises e melhores condições de administrá-las, em comparação com os países com Grau de Especulação.

Para a avaliação do “risco soberano”, as agências realizam a análise com base em fatores macroeconômicos e microeconômicos, entre outras variáveis, distribuídos em cinco principais fatores, conforme Canuto e Santos (2003):

**Risco político, civil e institucional** – são fatores avaliados como relacionados: à estabilidade política; à independência do banco central; à transparência da política econômica; à participação e atuação do país em blocos econômicos; a riscos geopolíticos; a risco de revolução ou golpe de estado; ao tamanho, ao crescimento e à importância das forças armadas; à segurança pública; ao Índice de Desenvolvimento Humano; ao desenvolvimento do saneamento e dos serviços de saúde, entre outros fatores que são analisados;

**Setor real e estrutura econômica** – as análises consistem em: taxa de crescimento econômico; políticas industriais e agrícolas; disparidade na distribuição de renda; participação na economia do setor público, em comparação com o setor privado; perspectivas de privatizações; integração econômica e financeira com o exterior; volume de poupança de investimentos; infra-estrutura de transporte e de comunicação; qualificação da mão-de-obra; crescimento real do PIB. Existem outros tópicos que são considerados pelo comitê de avaliações das agências;

**Setor fiscal** – a este setor compete a avaliação de fatores como os: das receitas e despesas do governo em geral; das fontes de financiamentos do governo; da flexibilidade na administração das receitas e despesas; da solidez das empresas não-financeiras do setor público; da dívida pública e privada em moeda estrangeira; do pagamento de juros, etc;

**Setor monetário e financeiro** – competem a esta análise critérios como o do grau de independência do Banco Central; o do grau de desenvolvimento do mercado de capitais; o da disponibilidade de crédito; o da solidez do sistema financeiro; e o da inflação, juntamente com o da coerência e da sustentabilidade das políticas monetárias e cambiais;

**Setor externo** – esta avaliação é feita através da análise da composição da dívida externa de um país, da situação atual e das perspectivas futuras para o balanço de pagamentos; e das flutuações que ocorrerem na taxa de juros; da composição das reservas internacionais; do crescimento real das exportações e das importações; e ainda dos investimentos diretos feitos no exterior.

Para as agências, os fatores políticos são os mais difíceis de serem mensurados, pois são fatores que dependem da estabilidade do governo. Para as agências, estes fatores representam os que contêm maiores desafios, e também são os que apresentam resultados com maiores margens de erro afirma Bone (2002).

As agências de classificação não pontuam os fatores de maior peso para o processo de avaliação. Porém a inflação é vista como um dos indicadores de maior consistência. Para conter a processo inflacionário, geralmente as políticas tomadas são impopulares, como a de contenção de gastos e de aperto monetário. Caso contrário, o processo de hiperinflação se intensifica, causando a falta de credibilidade do governo. Outro fator fortemente avaliado pelas agências é o do desenvolvimento do mercado financeiro do país, através da detecção de onde exista consistência no crédito doméstico ao setor privado e em que proporção ao PIB. Também é avaliado o grau de abertura comercial e financeira de um país, pois esta afeta diretamente a intenção de pagamento nos países soberanos. Por fim, a variável de máxima importância para a classificação do “risco soberano” de um país é a relação entre a sua dívida externa total e a sua capacidade de gerar divisas.

Após todas as considerações e avaliações acima descritas, a classificação é determinada por votação. Logo após, é elaborado e divulgado o relatório. Segundo Canuto e Santos (2003), este relatório busca explicitar os principais fatores de classificação, os fatores que podem levar à elevação ou à redução da nota final apresentada no relatório, o qual indica também quais os fatores de maior relevância

para a agência estabelecer este conceito ou nota. O relatório esclarece ainda quais são as perspectivas para os diferentes cenários e acompanha também relatórios de projeções para os dois anos seguintes.

A avaliação do “risco soberano” é uma análise que tem um certo grau de subjetividade, tornando-se complexa e difícil. Esta classificação envolve uma análise interdisciplinar, que combina métodos quantitativos com a sensibilidade pessoal dos analistas para os parâmetros qualitativos.

Quanto ao pagamento da dívida há uma longa distância entre a capacidade de um país para honrar seus compromissos e a sua disposição ou intenção para pagá-los. Canuto e Santos (2003), afirmam que não há qualquer mecanismo explícito que garanta o cumprimento dos termos acordados quando contratada a dívida. Também pode haver dificuldade dos credores para impor sanções diretas ao país emissor do título, no caso de sua inadimplência. As sanções mais efetivas que os credores podem impor é o fechamento do mercado internacional de crédito para os governos inadimplentes.

Cada uma das principais agências adota letras/algarismos diferentes para cada nível de risco. As classificações variam dentro de uma escala com as letras A, B, C e D. As categorias mais elevadas (AAA e Aaa) e as mais baixas (CC, Ca ou abaixo). Para fornecer uma maior margem de diferenciação, algumas agências também se utilizam de sinais (+ e -) ou, como é o caso da Moody's, e de números (1,2 e 3).

Moody's	Standard & Poor's	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	GRAU DE INVESTIMENTO
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	GRAU ESPECULATIVO
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC+	
Caa2	CCC	CCC	
Caa3	CCC-	CCC-	
Ca	CC	CC	
C	C	C	
	D	DDD	
		DD	
		D	

**Quadro 3 – Escala de Classificação de Risco**

Fonte: Moody's Investor Service (2003).

A revisão de um *rating* é feita nos casos em que a avaliação não corresponda à expectativa do emissor e em que existam informações relevantes adicionais a serem apreciadas pelos analistas das agências. Da mesma maneira, quando as alterações de *rating* parecem necessárias, uma análise abrangente é novamente proposta, juntamente com a elaboração de novos relatórios. Em seguida, o processo todo é novamente conduzido ao comitê de avaliações, que é composto por diferentes especialistas, e é atribuída a nova classificação, por meio de votação. Uma vez atribuído um *rating*, são feitas revisões periódicas de todos os critérios pré-estabelecidos e avaliados para a classificação.

Quando surge a possibilidade de alteração da classificação da nota de um país, as agências colocam o país em uma “lista de espera” ou “lista de aviso”. A *watchlist* é a lista de espera, para os próximos 90 dias, da Moody’s, para a elevação – *upgrade* – ou para rebaixamento – *downgrade* – ou ainda “indefinido”. Para a Fitch, a listagem é chamada de *ratingAlert*, e, para a S & P, a lista é denominada de *CreditWatch*. O objetivo de que um país integre uma destas listas é o de pô-los em situação para que a agência brevemente prepare novas avaliações, mediante novos fatos relevantes. Após o período de reavaliação, as notas podem ser alteradas ou não. Canuto e Santos (2003) afirmam que 70% de todas as classificações corporativas foram modificadas para a mesma direção indicada na “lista de aviso”.

#### 4.4 CRÍTICAS ÀS AGÊNCIAS ESPECIALIZADAS

Em uma globalização econômica, a crise financeira de um país pode afetar todos os demais, devido à integração econômica e financeira. Porém os países considerados como “de economias mais vulneráveis” ou os “países emergentes”, quando envolvidos, acabam sentindo maiores reflexos da crise, causando grandes incertezas aos investidores devido à sua baixa previsibilidade econômica.

As principais agências de risco têm efeito preponderante, desde a década de 1990, a partir de quando passaram a modificar as percepções dos investidores em relação às condições para a realização de investimentos em um determinado país, e alteraram a sua percepção sobre os riscos associados a tais investimentos. As mudanças de classificação são notícias relevantes para o mercado. Por exemplo, um rebaixamento pode “comprometer” uma economia nacional, impactando no desenvolvimento de diversos de seus segmentos e agravando ainda mais as crises financeiras que eventualmente estejam ocorrendo no país.

Por outro lado, percebe-se que as agências têm um valor informativo limitado. As informações por elas divulgadas podem ter uma defasagem de meses em relação ao mercado. Isto pode ocorrer devido à coleta e ao processamento das informações necessárias para a obtenção da nota de classificação. Estas agências

também partem da premissa de que os tomadores de recursos, em relação às agências de risco, têm necessariamente maior conhecimento de sua própria capacidade de pagamento.

Quanto aos erros cometidos pelas agências, é prudente salientar que qualquer instituição financeira comete falhas, e que o agravante maior de tais falhas é o impacto que estes erros podem ter sobre o desenvolvimento de um país, com a respectiva perda financeira decorrente da evasão dos investidores influenciados por aquelas informações.

O FMI (1999) critica as agências de classificação e sugere maior rigor na alocação de recursos para o processo de classificação, bem como a revisão da metodologia na determinação dos *ratings*.

As agências de classificação esclarecem que um *rating* não constitui uma recomendação para compra, venda ou manutenção de um investimento, sendo que esta classificação deveria ter um caráter “meramente informativo”. Ou seja, não há custos legais ou até mesmo ressarcimento por perdas e danos relativos a um *rating* avaliado erroneamente. Em 2003, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) lançou um debate sobre a regulação das agências, onde foram abordadas formas de fiscalizações.

Segundo Bone (2006) outro fato relevante sobre as agências é o de que a *Securities and Exchange Commission*, (SEC) recomenda que todos os títulos do Tesouro Americano venham acompanhados de *rating*. Esta recomendação criou um mercado gigantesco para as agências. E isto estimulou ainda mais a magnitude das agências, em meados da década de 1970. A SEC congelou a entrada de novas agências no mercado, criando assim um efetivo monopólio.

Outro ponto crítico quanto à continuidade da credibilidade dos *ratings* passou a ser alvo de um debate mais intenso após diversas crises, nas quais as ditas agências não foram capazes de avaliar corretamente o risco associados a estas economias, sob a alegação, feitas por muitos analistas, de que as agências aceleraram a saída de capitais dos mercados emergentes. No entanto, segundo Bone (2004), as agências de *rating* veem seus *ratings* como sendo indicadores de risco de crédito, bem como da habilidade e da disponibilidade para que um país ou empresa possa fazer o pagamento do valor principal do título e dos juros contratados. As

agências ainda argumentam que os seus *ratings* não são instrumentos de previsão de *default*, e muito menos representam indicadores de risco nulo de uma obrigação financeira. O autor acima citado também afirma que os *ratings* soberanos são de difícil mensuração, porque dependem de decisões políticas. Com isto, aumenta a probabilidade de que erros ocorram.

De acordo com o *New York Time*, dias antes da falência da empresa americana Enron, as três principais agências de classificação, que juntas controlam 95% do mercado mundial de classificação, concederam nota de recomendação para a empresa Enron afirma Bone (2006).

De acordo com a emissora *BBC*, *apud* Bone (2006), o governo dos EUA, em 2003, forçou a Moody's a retirar o *rating* do Irã, afirmando que o país era "inimigo" declarado dos Estados Unidos. A autora acima afirma que as agências e os EUA detêm grande poder sobre o mercado financeiro. Indo mais além, ela afirma que existem duas superpotências no mundo, os Estados Unidos e as agências de *rating*.

Bone (2006) ressalta que situação comparável à da Enron (conforme comentado acima) ocorreu no caso do México, quando, em 20 de dezembro de 1994, o mercado financeiro internacional foi surpreendido pela desvalorização do peso mexicano, país ao qual a S & P atribuía um *rating* com apenas um nível abaixo do de Grau de Investimento. Somente depois daquele fato a agência alterou a nota. Situação semelhante também ocorreu com os países envolvidos na crise asiática, que gozavam de bons *ratings*, semanas antes da crise.

Existem divergência, quando se discute se os *ratings* trazem somente informações já absorvidas pelos mercados. Há argumentos de que estas avaliações envolvam apenas informações que já estejam publicamente disponíveis ao mercado. Alguns economistas, analistas e também pesquisadores sustentam que as agências atuam de forma reativa ao mercado. Por outro lado, outros economistas, analistas e pesquisadores argumentam que as agências são especializadas em obtenção e processamento de informações, e que, sendo assim, podem antecipar certas avaliações do mercado. Após a crise mexicana e a crise asiática, cresceu ainda mais a suspeita de que as agências especializadas não conseguem antecipar os eventos do mercado, mas que apenas conseguem reagir a eles.

Estudos mostram que cinco países que receberam grau de investimento nos últimos anos - México, Rússia, Romênia, Bulgária e África do Sul – revelam que os mercados antecipam as boas notícias, se valorizando até dois anos antes. O mesmo estudo mostra que, depois do *Investment Grade*, não há garantias de que as cotações das ações nas bolsas de valores continuem “em alta”. Tudo dependerá do crescimento do país e da situação econômica internacional, que tende a afetar as relações comerciais e a entrada de capital estrangeiro relata Willer (2008).

Muitas críticas foram dirigidas às agências de *ratings*, entre elas está o propósito de saber quais as variáveis relevantes no processo de classificação. Isso por que o processo tem sido obscuro para a maioria dos analistas de mercado e pesquisadores. Onde muitas vezes as mudanças de classificação ocorrem antecipadas ou adiantadas em relação aos fundamentos econômicos, políticos e sociais, causando assim um sinal de fragilidade informacional.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa era analisar a sensibilidade do mercado acionários de países emergentes diante do ganho do Grau de Investimento conferido pelas agências classificadoras de riscos e também analisar algumas mudanças no cenário externo que podem impactar nas oscilações dos mercados de capitais.

Com a estrutura do mercado financeiro internacional e a expansão do mercado de capitais, tem aumentado a importância das agências de classificação de risco para o mercado financeiro e principalmente para o investidor internacional. Os *ratings* têm, como função principal, sinalizar informações sobre os emitentes dos títulos de dívida. Sendo assim, o mercado pode usar positivamente estas informações para balizar seus investimentos e tornar as decisões mais consistentes.

As agências classificadoras de risco soberano têm a capacidade de gerar muita volatilidade nos mercados financeiros. Em épocas de euforia, a elevação do *rating* para *Investment Grade* pode induzir o mercado a maior euforia causando assim a expectativa de maiores retornos aos investidores, aumento do fluxo de capital estrangeiro e, conseqüentemente a volatilidade nos mercados. Por outro lado, o rebaixamento causa conseqüências contrárias aos mercados, como a redução das expectativas de retorno dos investidores, diminui o fluxo de capitais e também a bolsa apresenta grande volatilidade.

Na década de 1990, após a crises internacionais, como a crise mexicana e a crise asiática, muitas críticas foram dirigidas às agências de *rating*, com a recorrente dúvida quanto a se saber quais os fatores de maior relevância no processo de avaliação. Muitos pesquisadores, consideram que o processo de avaliação tem sido obscuro, e que nele, muitas vezes, as mudanças de *rating* ocorrem atrasadas ou antecipadas em relação aos eventos e circunstâncias que poderiam servir como fundamentos para estas reavaliações. Por sua vez, as agências pouco conseguem prever as crises, e, na verdade, elas estão prolongando ou atenuando algumas das mesmas, mostrando assim um sinal de fragilidade informacional.

Apesar de todas as dúvidas e incertezas sobre os meios de avaliação das agências quanto à importância e ao peso relativo a ser atribuído para cada indicador, existe uma metodologia de classificação dividida entre critérios objetivos e outros, subjetivos. Percebe-se que o risco soberano apresenta um indicador de forte impacto, que é o risco político. Esta percepção decorre de fatores de incertezas externa e interna que podem interferir na performance do país.

Mesmo com o “selo de nação segura para investimentos”, que é emitido pelas agências de classificação, são os cenários doméstico e internacional que mais interferirão na intensidade da valorização ou da desvalorização dos títulos negociados no mercado acionário. Porque as notícias ruins exercem impacto maior no mercado acionário do que as notícias positivas.

Considerando que o mercado norte-americano exerce forte influência na grande maioria dos mercados do mundo, isto leva a pensar na questão de se a estrutura da dependência entre um país e outro mudaria o efeito da concessão do *Investment Grade* sobre o mercado de capitais de um deles.

Sugestões para pesquisas futuras:

- Verificar de que forma as principais crises mundiais afetaram a rentabilidade do IBOVESPA;
- Verificar oscilações ocorridas nas Bolsas de Valores de países emergentes com a concessão do *rating* de grau de investimento em comparação com as verificadas nos países com grau especulativo.

## REFERÊNCIAS

BAER, Werner. **A economia brasileira**. São Paulo: Nobel, 1996.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas para a Imprensa**: mercado aberto. 2003. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em 10 jun. 2009.

BLOOMBERG. **Informações**. Disponível em: <[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)>. Acesso em: 10 jun. 2009.

BONE, Rosemarie B. **Análise crítica dos fundamentos dos ratings soberanos: o caso da Argentina**. 2002. Disponível em: <<http://bcu.gub.uy/autoriza/peiees/jor/2002/iees03j060702.pdf>>. Acesso em: 12 mar. 2009.

BONE, Rosemarie B. **Rating soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica**. 2006. Disponível em: <[www.perspectivaeconomica.unisinos.br/](http://www.perspectivaeconomica.unisinos.br/)>. Acesso em: 02 jun. 2009.

BONE, Rosemarie B. **Rating soberanos e corporativos: o rompimento do teto soberano pela Petrobrás e Repsol – YPF**. 2004. Tese (Doutorado) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2004.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. **Informações**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 09 abr. 2009.

CAMBA, Daniele. **Investment grade: o que pode ocorrer**. 2007. Disponível em: <<http://www.forumbolsa.com.br>>. Acesso em: 06 mar. 2009.

CANUTO, Otaviano; SANTOS, Pablo Fonseca dos. **Risco soberano e prêmios de risco em economias emergentes**. 2003. Disponível em: <[http://www.fazenda.gov.br/sain/download/temas\\_economia\\_1.pdf](http://www.fazenda.gov.br/sain/download/temas_economia_1.pdf)>. Acesso em: 17 mar. 2009.

CARDOSO, Fernando Henrique. Globalização. In: BAUMANN, Renato (Org.). **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro: Sobeet, 1996. p. 26.

CVM. Comissão de Valores Imobiliários. **Panorama do mercado secundário Internacional de valores mobiliários**. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/ase/comparativo/Comparativo.pdf>>. Acesso em: 06 mar. 2009.

DORNBUSCH, R.; HELMERS, F.Leslie. **Economia aberta**: instrumentos de política econômica nos países em vias de desenvolvimento. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1991.

FMI. Fundo Monetário Internacional. **International financial statistics**. 1999. Disponível em: <[www.imf.org](http://www.imf.org)>. Acesso em: 10 jun. 2009.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios da administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra Ltda, 2002.

J.P.MORGAN. **Informações**. Disponível em: <[www.jpmorgan.com](http://www.jpmorgan.com)>. Acesso em: 10 jun. 2009.

LAMOUNIER, Wagner M.; NOGUEIRA Else M. Causalidade entre retornos de mercados de capitais emergentes e desenvolvidos. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 34-48, jan./abr. 2007.

MARKOSKI, Ângela Silva; MOREIRA, Roberto Moreno. **Classificação de risco soberano por agências especializadas e o mercado de títulos**. 2006. Disponível em: <[http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1357/invest\\_005.pdf?sequence=1](http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1357/invest_005.pdf?sequence=1)>. Acesso em: 10 jun. 2009.

MOBIUS, Mark. **O guia do investidor para mercados emergentes**. São Paulo: Makron Books, 1996.

MOODY'S INVESTOR SERVICE. **Sistemas de Ratings da Moody's**. 2003. Disponível em: <[http://www.moody's.com.br/brasil/o\\_que\\_e\\_rating.htm](http://www.moody's.com.br/brasil/o_que_e_rating.htm)>. Acesso em: 20 ago. 2008.

NOVAIS, Ana. Mercado de capitais: lições da experiência internacional. In: LISBOA, Edmar Bacha; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**. Rio de Janeiro: ANBID, 2005. p. 33.

PINHEIRO, Juliano Lima, **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

PINTO, Bruno José Marques; VILELA Thais Machado de Matos; LIMA Ursula Silveira Monteiro. **A crise financeira Russa**. 2005. Disponível em: <<http://129.3.20.41/eps/if/papers/0504/0504003.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2009.

REVISTA DA SEMANA. **Como ganhar dinheiro com o grau de investimento**. 2008. Disponível em: <[http://revistadasemana.abril.com.br/edicoes/36/doquesefala/materia\\_doquesefala\\_278830.shtml?printpage](http://revistadasemana.abril.com.br/edicoes/36/doquesefala/materia_doquesefala_278830.shtml?printpage)>. Acesso em: 10 jun. 2009.

ROBERTS, Richard. **Por dentro das finanças internacionais**: guia prático dos mercados e instituições financeiras. Rio de Janeiro: Zahar, 2000.

SAUNDERS, Anthony. **Administração de instituições financeiras**. São Paulo: Atlas, 2000.

SOLIDUS S.A. Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários. **Informações**. 2008. Disponível em: <<http://www.solidus.com.br/>>. Acesso em: 10 jun. 2009.

STANDARD & POOR'S. **Critérios**: comentários. 2001. Disponível em: <[wwwstandardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br)>. Disponível em: 10 jun. 2009.

STANDARD & POOR'S. **Entendendo Rating de crédito**. 2005. Disponível em: <<http://www2standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article>>. Acesso em: 20 ago. 2008.

STANDARD & POOR'S. **Rating de crédito**: soberanias. 2001. Disponível em: <[wwwstandardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br)>. Disponível em: 10 jun. 2009.

STANDARD & POOR'S. **Risco soberano e Ratings acima do soberano**. 2001. Disponível em: <[wwwstandardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br)>. Disponível em: 10 jun. 2009.

TAVARES, Rafael Mendes Souza. **Efeitos de mudanças de rating soberanos de países emergentes sobre o mercado acionário brasileiro**. 2006. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

TEIXEIRA, Nilton. O mercado de capitais brasileiros à luz de seus avanços e desafios. In: LISBOA, Edmar Bacha; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**. Rio de Janeiro: ANBID, 2005. p. 113.

TREUHERZ, Rolf Mário. **Manual das crises para países emergentes**: sinais de alerta e medidas preventivas. São Paulo: Futura, 2000.

WILLER, Augusto César. **Investment grade**: o que pode ocorrer. 2008. Disponível em: <<http://www.forumbolsa.com.br>>. Acesso em: 12 maio 2009.