

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

MATHEUS NORBERTO GOMES

O Impacto das Classificações de Risco no Mercado de
Capitais Brasileiro

Florianópolis, 2008

MATHEUS NORBERTO GOMES

O IMPACTO DAS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da
Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito
obrigatório para obtenção do grau de Bacharelado.

Orientadora: Elizabete Simão Flausino

FLORIANÓPOLIS, 2008

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A banca examinadora resolveu atribuir nota 8,0 ao aluno Matheus Norberto Gomes na Disciplina CNM 5420 – Monografia (TCC), pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof.(a) Elizabete Simão Flausino
Presidente

Prof. Milton Biage
Membro

Prof. Thiago Fleith Otuki
Membro

Dedico este trabalho a quem mais
esteve comigo nos últimos tempos:
minha namorada Ana Carla.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à Universidade Federal de Santa Catarina pela oportunidade.

Agradeço aos professores pela dedicação.

Agradeço aos amigos pelos bons momentos.

Agradeço à Ana Carla por todo carinho e compreensão.

Agradeço aos irmãos Bruno e Marcus pelo companheirismo.

Agradeço aos meus pais Norberto e Miriam pelo apoio.

*“Muda, que quando a gente muda o mundo muda com a gente.
A gente muda o mundo na mudança da mente.
E quando a gente muda a gente anda pra frente.
E quando a gente manda ninguém manda na gente.
Na mudança de atitude não há mal que não se mude nem doença sem cura.
Na mudança de postura a gente fica mais seguro.
Na mudança do presente a gente molda o futuro.”*

Gabriel “O Pensador”

*“Seja você mesmo,
mas não seja sempre o mesmo.”*

Gabriel “O Pensador”

RESUMO

O sistema financeiro contribui para o desenvolvimento econômico à medida que confronta recursos de poupadores e de tomadores de empréstimos. O mercado de capitais é parte deste sistema que possibilita o financiamento das empresas sem o pagamento de juros. Apesar de dificuldades estruturais, o mercado acionário brasileiro está crescendo e viabilizando cada vez mais recursos para as empresas através da abertura de capital, contando com forte presença de investidores estrangeiros. Com o intuito de facilitar as tomadas de decisões dos investidores, principalmente os internacionais, as agências de risco classificam a qualidade do crédito de empresas e governos soberanos. Rating de crédito soberano é a avaliação do crédito para nações e mede a capacidade de honrar o pagamento da dívida. As agências atribuem notas para diferenciar potenciais bons pagadores dos demais, elas utilizam fatores quantitativos e qualitativos para a elaboração dos ratings. No caso brasileiro as variáveis mais influentes são o PIB per capita, a variação anual do PIB, a inflação e a dívida externa em relação às exportações. Países recebedores de notas que representam boa condição de pagamento são classificados como grau de investimento. O recebimento do grau é visto por muitos investidores como fomentador do desenvolvimento do mercado de capitais, como se pôde observar, o selo reforça tendência positivas já existentes nas bolsas nacionais.

Palavras-chave: Mercado de Capitais, Classificação de Risco, Grau de Investimento.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Valor de Mercado das Empresas Listadas na Bovespa de 1996 até 2007.....	18
Gráfico 2: IPO's e Empresas com Registros Cancelados na Bovespa de 2004 a 2007.	19
Gráfico 3: Ingresso IEC – Investimentos em Ações de 1994 até 2007.....	20
Gráfico 4: Participação dos Investidores Estrangeiros na Bovespa.	20
Gráfico 5: Participação Estrangeira nas Distribuições Públicas na Bovespa.	21
Gráfico 6: Histórico das Notas para Crédito Soberano Brasileiro de 1994 até 2008.....	35
Gráfico 7: PIB per capita US\$ mil de 1994 até 2007.....	37
Gráfico 8: Variação percentual anual do PIB Brasileiro de 1994 até 2008.....	38
Gráfico 9: Variação percentual da inflação IPC anual entre 1995 e 2007.	39
Gráfico 10: Saldo Orçamentário do Governo / PIB de 1994 até 2007.....	40
Gráfico 11: Porcentagem das Transações Correntes pelo PIB de 1994 até 2008.....	41
Gráfico 12: Dívida Total / Exportações de 1994 até 2007.	41
Gráfico 13: PIB per capita em US\$ de 2006.	42
Gráfico 14: Histórico das Notas S&P e Fitch, PIB per capita e Variação % PIB desde 1994.	45
Gráfico 15: Histórico das Notas S&P e Fitch, Inflação (IPC) e Dívida Total / Exportações... ..	46
Gráfico 16: Histórico das Notas S&P e Fitch, Superávit Primário e Balança Externa.	47
Gráfico 17: Número de Companhias Listadas e Capitalização da BVM.	50
Gráfico 18: Número de Companhias Listadas e Capitalização da BSE.....	52
Gráfico 19: Número de Companhias Listadas e Capitalização da Bolsa do Cazaquistão.....	53
Gráfico 20: Capitalização e Índice da Bucharest Stock Exchange	54
Gráfico 21: Compras efetuadas por estrangeiros na bolsa romena de 2000 a 2006	55
Gráfico 22: Capitalização e Índice de NSE	56
Gráfico 23: Capitalização e Índice da BVL.....	57
Gráfico 24: Capitalização e Índice da Bovespa	58
Gráfico 25: Fluxo Acumulado de Investimento Estrangeiro em Ações na Bovespa.....	58

LISTA DE ABREVIATURAS

BC – Banco Central do Brasil

BMV – Bolsa Mexicana de Valores

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

BSE – Bulgarian Stock Exchange

BVL – Bolsa de Valores de Lima

CAR – Current Account Receipts - Ingresso na Conta de Transações Correntes

FGV – Fundação Getúlio Vargas

FMI – Fundo Monetário Internacional

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IEC – Investimento Estrangeiro em Carteira

IGBVL – Índice Geral da Bolsa de Valores de Lima

IPC – Índice de Preço ao Consumidor

IPC-BMV – Índice de Preços e Cotações da Bolsa Mexicana de Valores

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IPO – Initial Public Offering - Ofertas Públicas Iniciais

KSE – Kazakhstan Stock Exchange

NSE – National Stock Exchange of India

PIB – Produto Interno Bruto

S&P – Standard and Poor's

SUMÁRIO

CAPÍTULO I INTRODUÇÃO.....	11
1.1 Tema e Problema	12
1.2 Objetivos	14
1.2.1 Objetivo Geral	14
1.2.2 Objetivos Específicos.....	14
1.3 Justificativa	15
1.4 Metodologia	15
CAPÍTULO II REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1 A Importância do Mercado de Capitais para o Desenvolvimento Econômico.	17
2.2 A Participação Estrangeira.....	19
2.3 As Contradições sobre o Grau de Investimento	21
CAPÍTULO III AS AGÊNCIAS DE RISCO	23
3.1 Standard and Poor's.....	24
3.2 Fitch Ratings	25
3.3 Moody's Investors Service.....	25
3.4 Simbologia	26
3.5 Tipos de Rating	29
3.6 Rating de Crédito Soberano e sua Metodologia.....	30
CAPÍTULO IV AS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO E O BRASIL	34
4.1 Histórico das Classificações de Risco do Brasil.	34
4.2 Análise Macroeconômica Brasileira.....	36
4.2.1 Renda Per Capita Anual	36
4.2.2 Taxa de Crescimento Anual do PIB	37
4.2.3 Taxa de Inflação Anual (IPC).....	38
4.2.4 Balanço Fiscal.....	39

4.2.5 Balanço Externo.....	40
4.2.6 Dívida Externa.....	41
4.2.7 Desenvolvimento Econômico.....	42
4.2.8 Histórico de Default desde 1970.....	43
4.3 As Classificações de Risco e as Variáveis Macroeconômicas.....	44
4.4 Comportamento das Variáveis	44
CAPÍTULO V O GRAU DE INVESTIMENTO.....	48
5.1 O Impacto do Grau de Investimento em alguns países.....	49
5.1.1 México.....	50
5.1.2 Bulgária	51
5.1.3 Cazaquistão	52
5.1.4 Romênia	53
5.1.5 Índia	55
5.1.6 Peru	56
5.2 O Impacto do Grau de Investimento no Brasil.....	57
5.3 As Classificações de Risco e as Crises	59
CAPÍTULO VI CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	61
REFERÊNCIAS	64
FITCH RATINGS. Fitch - Complete Sovereig Rating History. New York, 2006.	64
FITCH RATINGS. Fitch Sovereig Ratings: Rating Methodology. New York, 2002.	64
STANDARD AND POOR'S. Sovereig Ratings History since 1975. New York, 2007.	65

CAPÍTULO I INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro está se tornando, cada vez mais, um dos mercados mais receptivos a investidores internacionais do mundo todo. Uma série de fatores contribuiu para que isso ocorra, a começar pelo bom momento que viveu a economia mundial nos últimos cinco anos, juntamente com o bom desempenho da economia brasileira e o conseqüente crescimento do mercado de capitais doméstico.

Uma economia desenvolvida geralmente conta com um mercado de capitais eficiente. A capacidade de financiamento proporcionada pelo mercado de capitais às empresas nacionais é extremamente importante para o desenvolvimento econômico, visto que o crédito, apesar de sua importância, ainda é relativamente dispendioso para as empresas brasileiras. O fortalecimento das empresas via captação de recursos no mercado acionário contribui de maneira direta para a geração de riqueza no país.

Historicamente, o mercado de capitais brasileiro caracterizou-se por ser destino de aportes financeiros internacionais com características especulativas. Este comportamento refletia a economia nacional que viveu períodos de grandes instabilidades financeiras. A economia nacional sofreu variações bruscas de PIB ao longo do último século, foram registrados valores que oscilam entre 14% e -3,30% de crescimento do PIB real anual, segundo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). O crescimento anual do PIB não segue nenhuma tendência de longo prazo e é caracterizado por fortes oscilações.

A relação estreita entre o mercado acionário brasileiro e investimentos especulativos parece estar perdendo força. Com o aparente início de uma nova fase do mercado financeiro doméstico a expectativa é que o Brasil se torne destino de investimentos de longo prazo que buscam não somente rentabilidade como também segurança.

Calcular a segurança de investir em qualquer ativo, principalmente em países emergentes, não é tarefa fácil. A este trabalho se propõem as agências de risco, que fazem a classificação segundo critérios próprios para calcular e divulgar as classificações de riscos de ativos financeiros e países soberanos. As agências de risco abordadas neste trabalho serão as principais agências internacionais. A saber: Standard & Poor's Service, Moody's Investors Service e Fitch Ratings.

Uma das modalidades de risco calculada pelas agências é o risco soberano, que possui segundo a Standard & Poor's o propósito de avaliar a capacidade do país de pagamento da sua dívida.

As agências de risco classificam a capacidade de pagamento dos governos atribuindo-lhes determinada nota, que está inserida em algum grau. Países com pouca capacidade de honrar suas dívidas recebem notas situadas no grau especulativo, países com boa capacidade de pagamento recebem notas inseridas em grau de investimentos.

Esta divisão em graus é importante, pois segundo Vieira (2008, p. B3): "... há fundos de pensão em muitos países, especialmente na Ásia e Europa, que só podem aplicar em mercados que já contam com o investment grade" (grau de investimento). Existem fortes expectativas de que a obtenção do grau de investimento acarreta em maciços aportes de recursos destinados ao recebedor do grau.

No dia trinta do último mês de abril (2008) a principal das agências, a Standard and Poor's, concedeu ao Brasil o grau de investimento, movimento este seguido pela agência Fitch no mês seguinte.

1.1 Tema e Problema

Durante os anos noventa a economia brasileira passou por mudanças estruturais que visaram promover, entre outras coisas, a estabilidade econômica do país. Pode-se dizer que a objetivada estabilidade foi alcançada por meio da implementação de determinadas políticas econômicas. Muitos economistas acreditam que a estabilidade financeira em conjunto com a expansão econômica observada na última década foram suficientes para mudar a percepção de investidores externos.

O certo é que o desenvolvimento da economia nacional proporcionou uma maior credibilidade no cenário internacional, pelo menos por parte de duas das três principais agências internacionais de classificação de risco que recentemente elevaram o risco soberano brasileiro para grau de investimento. Sobre o pronunciamento do Ministro da Fazenda Guido Mantega, a Folha de São Paulo publicou no dia primeiro de maio: "Para Mantega, a

reclassificação brasileira é resultado de uma combinação de política fiscal e monetária sólida, inflação baixa e o crescimento robusto”. (NEYHAYASHI, 2008, p. B5).

Acredita-se que com a obtenção do esperado grau de investimento ocorra entrada de grande volume financeiro ao receptor do grau, como relatam Godoy e Dávila à Folha de São Paulo no dia primeiro de maio:

“A decisão (de elevar o risco soberano brasileiro para grau de investimento) pode desencadear uma entrada expressiva de recursos externos no país. O movimento pode ocorrer porque muitos fundos de pensão estrangeiros apenas investem em países que são investment grade” (GODOY, DÁVILLA, 2008, p. B1).

As esperadas entradas de recursos no mercado financeiro nacional que se baseiam em classificação de riscos pelas citadas agências trazem um novo perfil de investidor. Não somente o investidor com fins especulativos procurará mais o mercado brasileiro como também investidores de longo prazo que desejam incluir papéis brasileiros em seus portfólios.

Azenha discorda deste argumento, ele acredita que poucos investidores se baseiam nas análises das agências e, portanto, não faz diferença ter ou não o grau de investimento. Eis o relato dele: “... milhares de empresários de todo o mundo não estão nem aí para a nota. Continuam investindo no Brasil, independentemente do que dizem as três professorinhas de Wall Street”. (AZENHA, 2008, p. 01).

Diante do vasto material encontrado no noticiário financeiro acerca da relevância para o mercado de capitais decorrente da obtenção do grau de investimento, este trabalho se propõe a levantar dados e discutir qual a importância para uma economia ser classificada como grau de investimento, bem como saber se a entrada de capitais no país decorrentes da obtenção do grau de investimento é considerável ou não.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Averiguar o impacto que as classificações de risco, principalmente a mudança de grau especulativo para grau de investimento podem causar nos mercados de capitais especialmente no brasileiro.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Analisar a importância do mercado de capitais para a economia nacional.
- Analisar a participação de investidores internacionais na bolsa brasileira.
- Listar as principais variáveis consideradas por cada agência de risco ao conceder determinada classificação de risco soberano.
- Comparar o histórico de notas concedidas ao Brasil com o comportamento das variáveis macroeconômicas consideradas pelas agências.
- Identificar em que intensidade a mudança de grau especulativo para grau de investimento impacta no mercado de capitais.
- Elaborar cenários do traçado que o mercado de capitais brasileiro poderá tomar devido à obtenção do grau de investimento.

1.3 Justificativa

Ao receber o grau de investimento por parte da maior agência de risco internacional no dia trinta de abril de 2008, o índice da bolsa de valores de São Paulo subiu 6,33%. Ao receber o mesmo grau da Fitch Ratings no dia vinte e nove de maio o principal termômetro da bolsa brasileira fechou com queda de 1,6%. Muito se fala no noticiário financeiro sobre oscilações criadas nas bolsas mundiais em virtude da obtenção do grau, porém, até que ponto as classificações impactam nestes índices, e conseqüentemente no mercado de capitais doméstico ainda não está certo.

A imprensa se ocupa em divulgar as mudanças de classificações de riscos e dos prováveis impactos que ela pode causar como a entrada de recursos e a queda do dólar. Porém, o que é noticiado é embasado em expectativas gerais de conjuntura econômica e política, dados econômicos que confirmem as expectativas não são explicitados.

Quando ocorre uma elevação na classificação de risco soberano, o fato é logo associado a alguma variável macroeconômica que apresenta bom desempenho. As notas divulgadas pelas agências ao modificar alguma classificação dão pistas sobre os critérios utilizados, mas resta saber se as mesmas variáveis são utilizadas para diferentes governos soberanos ou são utilizadas conforme a conveniência daquele *rating*.

Levantando esta discussão, este trabalho é relevante, pois organiza quais as variáveis realmente importantes na análise de risco e em que os *ratings* estão contribuindo ou podem contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais, especialmente o brasileiro.

1.4 Metodologia

Para a execução deste trabalho será utilizado o método analítico a partir de diferentes séries de dados levantados que são relevantes na medida em que auxiliam uma melhor visualização da influência das variáveis macroeconômicas nas classificações de risco e que permitem avaliar o nível de desenvolvimento do mercado de capitais.

Para a elaboração do segundo capítulo será de fundamental importância a coleta e análise do valor de mercado das empresas listadas na bolsa, o número de Ofertas Públicas Iniciais (IPO - Initial Public Offering) ocorridas nos últimos anos e a participação de estrangeiros na bolsa brasileira. Este capítulo versará sobre a importância do mercado de capitais para a economia e a relevância da participação estrangeira. A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) fornece estes dados.

O capítulo três procura discutir conceitos sobre as agências de risco, o que são, qual sua importância, quais tipos de ratings elas possuem e como elaboram suas notas. Neste caso, os relatórios das próprias empresas servem de base para explicitação destes conceitos.

Uma relação entre o histórico das notas dadas ao Brasil pelas agências e as variáveis macroeconômicas mais importantes segundo Cantor e Packer (1996) é feita no quarto capítulo. Os dados sobre Produto Interno Bruto (PIB) per capita, variação percentual do PIB anual, inflação medida pelo Índice de Preço ao Consumidor (IPC), balanço fiscal, balanço externo e dívida externa são fornecidos pelo Banco Central do Brasil (BC) e pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

A fim de entender o que o grau de investimento pode causar no mercado de capitais brasileiro, no quinto capítulo será feito levantamento dos dados observados em outros seis países soberanos que receberam o grau (México, Bulgária, Cazaquistão, Romênia, Índia e Peru). Será analisado como se comportou o mercado de capitais destes países através do número de companhias listadas nestes mercados, bem como a capitalização e o comportamento do principal índice destas bolsas. Uma breve consideração acerca da relação entre as classificações de risco e as crises econômicas fecha este capítulo.

O sexto e último capítulo é reservado para a conclusão do trabalho e as recomendações.

CAPÍTULO II REFERENCIAL TEÓRICO

Mesmo amplamente divulgadas, as classificações de risco dadas pelas agências são alvos de divergentes opiniões. Por um lado, existem grandes investidores, principalmente institucionais e fundos de pensões que se baseiam nas notas, mas, existem também investidores que preferem outros meios informativos para tomada de decisões. Porém, antes de aprofundar estas questões, este capítulo se propõe inicialmente a levantar a importância do mercado de capitais para a economia e qual a participação do investidor estrangeiro na bolsa brasileira.

2.1 A Importância do Mercado de Capitais para o Desenvolvimento Econômico.

Com a principal função de confrontar recursos de agentes poupadores com tomadores de empréstimo, o sistema financeiro contribui muito e de maneira direta para o crescimento e desenvolvimento econômico de uma nação. Ao permitir, de maneira organizada, que tomadores de empréstimos invistam a poupança nacional no meio produtivo, as instituições financeiras contribuem para a geração de riqueza, emprego e renda.

O mercado de capitais é uma parte do sistema financeiro que permite a captação de recursos sem a necessidade de tomada de empréstimo, e conseqüentemente, sem a obrigação de pagamentos de juros. Sobre a importância do mercado de capitais Assaf Neto relata:

O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande muniador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento (ASSAF NETO, 2001, p.111).

É no mercado primário que as empresas conseguem se capitalizar via bolsa de valores. O mercado primário é o mercado onde as empresas vendem parte de seu capital para

investidores na bolsa de valores. Esta capitalização por parte das empresas é a principal motivação para uma empresa abrir capital e pode representar um aumento da planta industrial, aumento de competitividade e contratações. O Mercado secundário serve para dar liquidez ao mercado primário, portanto, as negociações no mercado secundário não são revertidas em capitalização para as empresas.

No Brasil, além da captação de recursos para as empresas via mercado de capitais não ser barato, os históricos altos juros sempre constituíram um gargalo ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Porém, alguns dados mostram que isto o mercado está superando estes obstáculos. O gráfico a seguir mostra a evolução do valor de mercado das empresas listadas na bolsa de valores brasileira.

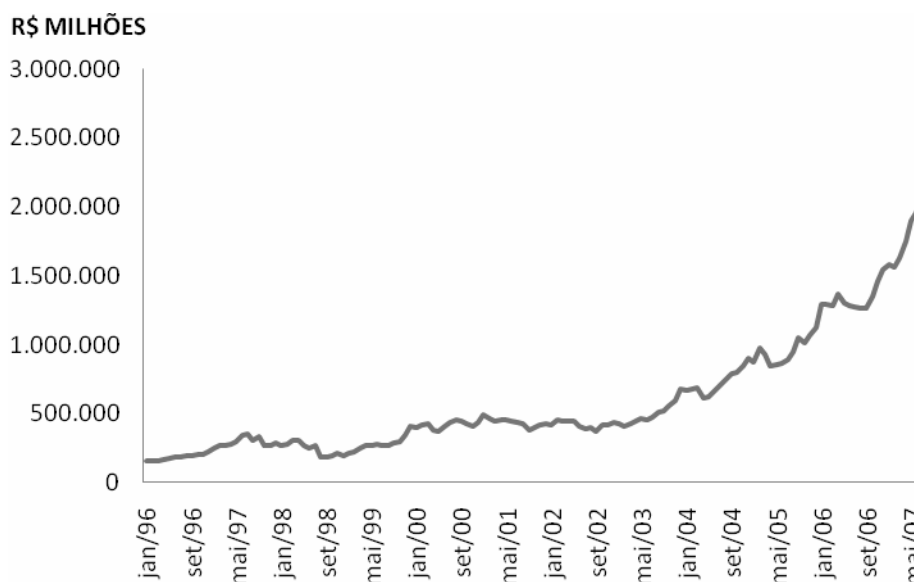


Gráfico 1: Valor de Mercado das Empresas Listadas na Bovespa de 1996 até 2007.
Fonte: Banco Central: Elaboração própria.

Observa-se que o valor de mercado das empresas listadas na Bovespa mostra agudo crescimento a partir de 2004. A partir deste ano até 2007 observa-se também que o número de Ofertas Públicas Iniciais na bolsa cresceu consideravelmente, passando de 7 companhias em 2004 para 64 em 2007 e o número de empresas que cancelaram registros na bolsa foi decrescente neste período, 29 empresas cancelaram registro em 2004 e 16 em 2007. O gráfico a seguir mostra estas duas variáveis. Os IPO's se revelam uma importante variável por representar direta capitalização das empresas via mercado acionário.

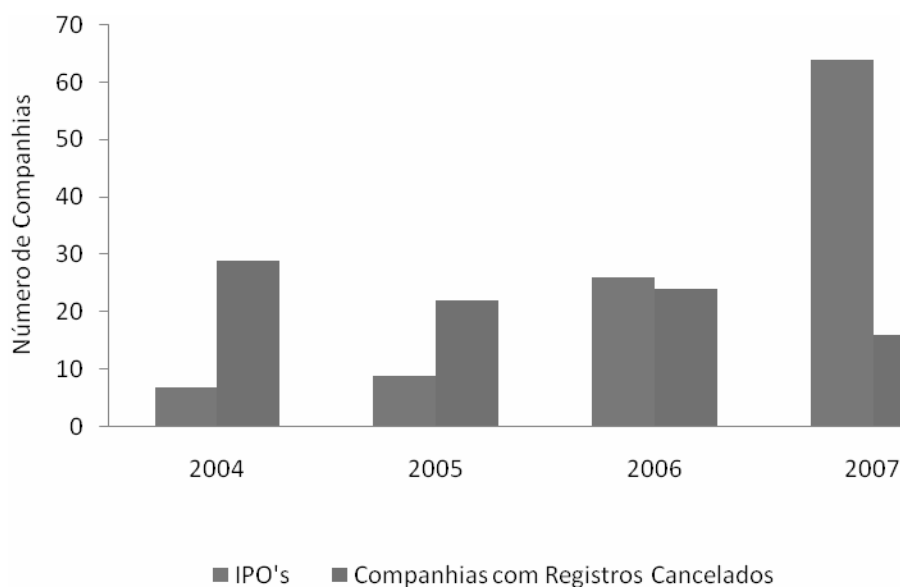


Gráfico 2: IPO's e Empresas com Registros Cancelados na Bovespa de 2004 a 2007.
Fonte: Bovespa: Elaboração Própria.

Quanto mais eficiente for a capitalização das empresas via colocação de ações no mercado, maior a transferência de benefícios do mercado acionário para a economia real. Isto ocorre pois as empresas iniciam um ciclo virtuoso de renda ao investirem os recursos oriundos da venda de ações gerando emprego, que sua vez aumenta a demanda doméstica aumentando a atividade econômica.

Conclui-se que existem fortes gargalos estruturais que não permitem uma maior transferência dos benefícios do dinamismo do mercado de ações para a economia real, como os altos custos da abertura de capital e os altos juros, porém, com a popularização do mercado acionário e com o aumento de ofertas públicas iniciais e este cenário parece estar mudando e as expectativas é que o mercado acionário vai contribuir cada vez mais para o desenvolvimento econômico nacional.

2.2 A Participação Estrangeira

A bolsa brasileira conta com forte aporte de capital de investidores estrangeiros. É verdade que estes investidores assumiram características especulativas no mercado brasileiro.

Porém o gráfico a seguir mostra que a participação estrangeira é considerável, ele mostra os ingressos dos Investimentos Estrangeiros em Carteira (IEC) que se refere a investimentos somente em ações.

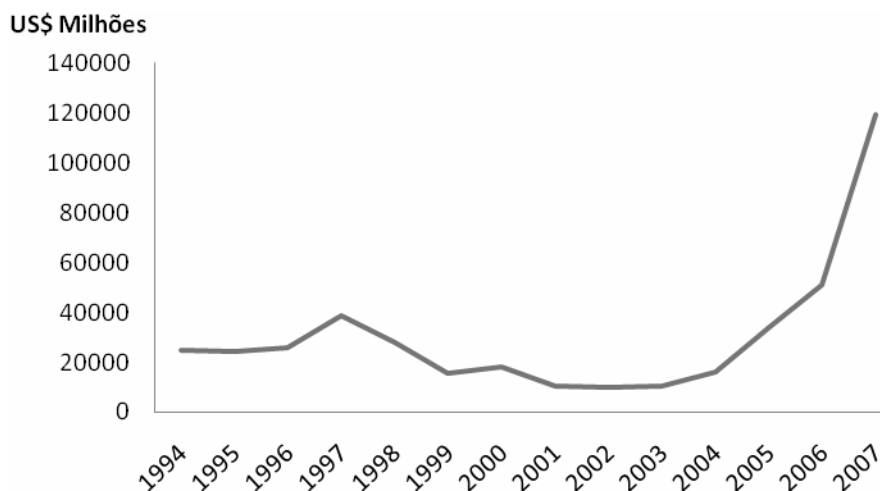


Gráfico 3: Ingresso IEC – Investimentos em Ações de 1994 até 2007.
Fonte: Banco Central: Elaboração Própria.

A leve alta nos IEC para investimentos em ações ocorrido em 1997 pode ter sido devido ao processo de privatizações ocorrido na última década, constituindo então um fato isolado. O crescimento observado a partir de 2003 traduziu-se como aumento da participação estrangeira na bolsa de valores brasileira como mostra o próximo gráfico. Em 2000, os investidores estrangeiros foram responsáveis por 22% da movimentação da Bovespa, de janeiro a junho de 2008 os mesmos investidores respondem por 37,2%.

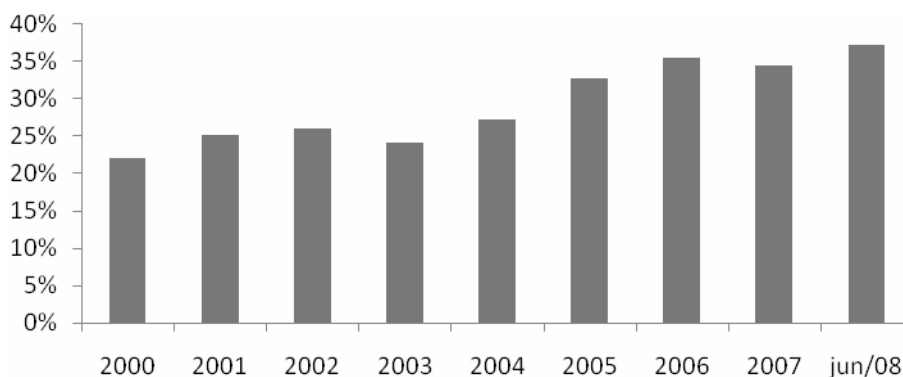


Gráfico 4: Participação dos Investidores Estrangeiros na Bovespa.
Fonte: Bovespa: Elaboração Própria.

Nas Ofertas Públicas Iniciais os investidores estrangeiros tem ainda papel mais relevante na bolsa brasileira. O gráfico 5 mostra a participação estrangeira nas distribuições públicas de 2005 a 2007. Do total de R\$ 65,5 bilhões de abertura de capital feito em 2007, 75% corresponderam a investimentos feitos por estrangeiros totalizando quase 50 bilhões de reais.

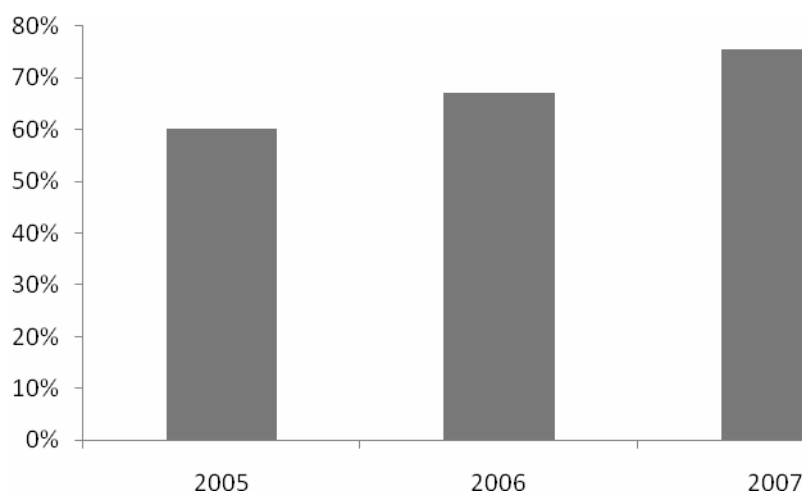


Gráfico 5: Participação Estrangeira nas Distribuições Públicas na Bovespa.
Fonte: Bovespa; Elaboração Própria.

2.3 As Contradições sobre o Grau de Investimento

A citação na introdução deste trabalho de Azenha (2008, p. 01) deixa claro que este autor não acredita que haja grandes entradas de recursos externos em virtude do grau de investimento, diferentemente do que acreditam muitos outros conhecedores do assunto como o também já citado Vieira (2008, p. B3): “Pode ocorrer um novo fluxo de recursos externos para o mercado brasileiro” ou Lesko (2008, p.B3) que afirmou à Folha: “Tinha muito dinheiro destinado ao Brasil apenas esperando por um sinal desses”.

Além das contradições sobre a disponibilidade de investidores externos aportarem no Brasil, motivados pelo grau de investimento, existe também intensos conflitos acerca da relevância das classificações de riscos para os mercados financeiros.

Freire não considera confiáveis as classificações de risco feitas pelas agências, ele defende assim seu argumento:

... em 1998, a Rússia era investimento mais seguro que o Brasil. Deu o calote que deu na crise que ajudaria a arrebentar o real, em 1999. A Argentina era investimento mais seguro que o Brasil meses antes de seu calote em 2001. Tailândia, Malásia e Indonésia, estopins da crise de 1997, eram queridas das agências de classificação de risco. O México, que há anos é grau de investimento, parte do Nafta, etc., cresce a taxas medíocres. Último e muito importante, as ‘três irmãs’ S&P, Moody’s e Fitch, davam as notas mais altas para os papéis imobiliários que detonaram a crise americana, papéis que ajudaram a ‘estruturar’, sendo cúmplices ativas da lambança bancária. Ou seja, ‘investment grade’ não diz muito sobre o futuro de algumas ilusões financeiras. (FREIRE, 2008, p. B4).

Discordando deste argumento, o presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) Luciano Coutinho enxerga boas novas com a vinda do grau de investimento. O acesso competitivo ao mercado externo por parte de bancos e empresas figura como uma delas. Ele relata à Folha de São Paulo:

“Com isso, reduz-se o custo do capital para o financiamento da dívida pública e dos grandes projetos de longo prazo. Abrem-se, assim, novas oportunidades para o BNDES viabilizar recursos necessários a expansão do investimento”. (NEYHAYASHI, 2008, p.B5).

Estas são as principais contradições que permeiam o presente trabalho e que darão base para sua elaboração completa.

CAPÍTULO III AS AGÊNCIAS DE RISCO

Os mercados financeiros internacionais estão se tornando cada vez mais integrados e acabam por facilitar as transferências de recursos, seja para fins especulativos ou não, através de todo o globo. Os investidores que movimentam recursos por variados lugares, aplicando em títulos públicos ou privados, prezam por conhecer os riscos assumidos em cada operação. Eles gastariam muito tempo e dinheiro fazendo levantamentos de dados macroeconômicos, setoriais ou até mesmo dentro de corporações que os levariam a diminuir as fronteiras dos seus recursos. O trabalho das agências de risco faz isso pelos investidores. Agências de Risco são instituições que buscam informações sobre diferentes títulos em diferentes partes do mundo e classificam os riscos de cada um dos investimentos. Assim, os investidores que adotam as classificações de risco das agências não precisam se preocupar em fazer um levantamento detalhado para executar suas operações, basta ler os relatórios e observar as notas fornecidas pelas agências para uma tomada de decisão de investimento.

Com a intenção de realizar um investimento na Malásia, por exemplo, um investidor brasileiro teria alguma dificuldade em encontrar dados relevantes para sua tomada de decisão sem uma metodologia para isso e sem ajuda de uma classificação de risco que compara os riscos dos investimentos deste país com os do resto do globo. Se esse mesmo investidor adota as classificações de risco das agências ele pode ter sua decisão facilitada sabendo que a nota média dada para esse país em risco de crédito soberano em moeda estrangeira de longo prazo é A-. Somente com essa informação, o investidor, mesmo sem conhecer a língua e os fundamentos macroeconômicos daquele país, sabe que é mais seguro investir em títulos do governo soberano da Malásia do que investir na Bolívia.

Existem empresas fazendo avaliação de risco no mundo todo, mas as mais conhecidas são a Standard and Poor's, Fitch Ratings e Moody's Investors. Estas empresas prestam o serviço de classificação de risco, divulgando um rating para cada caso. Um rating é uma opinião da empresa sobre a qualidade do crédito que tenta estimar a probabilidade de default¹ futuro. Não se trata, portanto, de uma indicação de compra, venda ou manutenção de qualquer ativo.

¹ Default: não pagamento de obrigação financeira, inadimplência, calote.

Deve-se salientar que os ratings são opiniões e cabe aos investidores aceitarem ou não a classificação de risco feita pelas agências.

3.1 Standard and Poor's

A empresa Standard and Poor's é uma organização que reúne informações financeiras e atribui ratings de crédito no mercado financeiro internacional. Ela surgiu da fusão das empresas Poor's Publishing e a Standard Statistics Bureau em 1941. A Poor's Publishing foi sucessora da H.V. and H.W. Poor que surgiu em 1860 com o lançamento do livro "History of Railroads and Canals in the United States" pelo senhor Henry Varnum Poor. O livro compilava informações sobre as companhias ferroviárias americanas. A Standard Statistics Bureau foi fundada por Luther Lee Blake em 1906 com o intuito de levantar informações financeiras, porém, seus estudos eram voltados para empresas não-ferroviárias.

A Standard and Poor's hoje é uma divisão financeira da empresa The McGraw-Hill Companies. A editora McGraw comprou a Standard and Pooors's em 1966. As empresas que deram origem a Standard and Poor's atribuem ratings de crédito desde 1916.

A Standard and Poor's é uma empresa independente que existe a mais de 140 anos e divulga ratings para instituições financeiras brasileiras desde 1992. A partir de 1994, após a implantação do Plano Real, a Standard and Poor's divulga também rating de crédito para o governo soberano brasileiro. Em 1998 a empresa abriu um escritório no Brasil.

Esta empresa conta hoje com aproximadamente 8.500 funcionários instalados em 23 países. Ela é responsável pela divulgação de aproximadamente 500 mil ratings anuais entre novos ratings e revisão dos antigos.

3.2 Fitch Ratings

O Grupo Fitch hoje é formado também pela união de diversas empresas: a própria Fitch Investors Service de Nova York, as também americanas Duff & Credit Rating e Thomson BankWatch, além da IBCA Limited de Londres. A primeira fusão foi entre a Fitch e a IBCA dando origem a Fitch-IBCA que em abril de 2000 uniu-se com a Duff & Phelps Credit Rating CO. A empresa especializada em análises de instituições financeiras Thomson BankWatch foi comprada pela Fitch em dezembro do mesmo ano.

A Fitch Ratings começou a atuar no Brasil nos anos 80 tendo sido a primeira empresa internacional a atuar no Brasil. Ela se tornou a líder no mercado nacional em 2003, após a compra da Atlantic Rating, a maior empresa brasileira de rating.

O trabalho da agência se espalha por mais de 90 países, conta com mais de dois mil profissionais distribuídos em 49 escritórios ao redor do mundo atribuindo ratings a cerca de 1700 empresas, 3200 bancos, 106 países, 2400 seguradoras, além de monitorar 7200 financiamentos estruturados nos Estados Unidos e 95 mil títulos municipais.

3.3 Moody's Investors Service

John Moody fundou a Moody's Investors Service em 1900 com a publicação de "Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities". Tratava-se de um manual contendo estatísticas e informações sobre ações e títulos de instituições financeiras, órgãos públicos, empresas manufatureiras, mineradoras, concessionárias de serviços públicos e empresas de alimentação.

A empresa quebrou com o crash da bolsa de Nova York em 1907, retornando dois anos mais tarde ao mercado com a inovação de não fornecer somente informações aos agentes econômicos, mas com o propósito de fazer análises objetivas sobre a qualidade dos créditos dos títulos disponíveis no mercado.

A Moody's está presente em 27 países com uma estrutura de pessoal que conta com mais de 3400 profissionais, sendo 1000 analistas. Este quadro funcional realiza classificações de riscos para mais de 100 países soberanos, 12 mil empresas emissoras de dívidas, 29 mil emissores do setor público e 96 mil emissões estruturadas.

3.4 Simbologia

Para discriminar as diferentes qualidades do crédito de governos soberanos e empresas, as agências se utilizam de uma simbologia que representa os ratings. Cada símbolo ou nota tem um significado específico com relação à qualidade do recebedor desta nota. O quadro 1 mostra a simbologia utilizada pelas agências.

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

Fonte: S&P, Fitch e Moody's. Elaboração Própria

Nas três colunas do meio temos as notas segundo as respectivas agências. Na Coluna da esquerda temos a divisão das notas em dois graus: o GI significa grau de investimento e o GE grau especulativo. Na coluna da direita, para uma facilitada comparação posterior temos uma escala numérica das notas. Vale lembrar que esta lista de notas é a escala internacional, as agências também possuem uma escala nacional que serve para facilitar a comparação entre ratings de diferentes empresas pertencentes a um mesmo país.

Ao fazer classificações da qualidade do crédito em governos soberanos ou em empresas, as agências de rating dividem o risco em dois diferentes graus: grau de investimento e grau especulativo. Os ratings classificados como grau de investimento são os que possuem as melhores notas com relação aos critérios utilizados pelas agências. A S&P e a Fitch, por exemplo, consideram como grau de investimento todos os ratings com notas iguais ou superiores a BBB-, no caso da Moody's a nota que divide os graus é Baa3.

Cada nota dada pelas agências tem um significado que representa a qualidade do rating. Apesar de diferentes metodologias e critérios, os significados das notas são bem semelhantes. Na escala numérica, quanto maior o número, mais alta é a capacidade do devedor de cumprir suas obrigações. Este é o caso das notas AAA e Aaa que são consideradas como máxima capacidade de pagamento e as notas AA e Aa têm capacidade forte para cumprir compromissos financeiros. A nota A, comum a todas as agências, significa também baixo risco de crédito, porém ligeiramente suscetível a bruscas alterações na situação econômica. BBB e Baa são as notas mais baixas que se situam no grau de investimento, elas representam a nota média para classificações de risco com adequada capacidade de honrar compromissos financeiros.

Dentro do grau especulativo, a nota mais alta é a BB ou Ba que significa incertezas em relação a condições comerciais, financeiras e econômicas adversas. Ela tanto pode indicar a possibilidade do risco de crédito aumentar como também podem aparecer situações favoráveis que facilitem honrar os compromissos. Um degrau abaixo está a nota B, ainda com capacidade para cumprir obrigações financeiras, mas considerado vulnerável a situações adversas. O risco de crédito está presente, mas existe uma mínima segurança. A seguir temos as notas CCC e Caa que são vulneráveis e dependentes das condições econômicas favoráveis para cumprirem suas obrigações. Existe uma possibilidade real de inadimplência. Os emissores com notas CC e Ca são altamente vulneráveis e especulativos, a inadimplência é provável. A nota C representa que compromissos estão sendo honrados, porém já foi apresentado um pedido de falência, a inadimplência é iminente. A nota D e as notas abaixo

desta são de emissores que já deixaram de honrar seus compromissos financeiros, seja do principal ou dos juros, fugindo aos termos do contrato e já foi deflagrada a falência.

Ainda dentro de cada nota, as empresas criaram os sub-patamares, representados no caso da S&P e da Fitch por sinais de mais (+) e de menos (-) e da Moody's por numeração de 1 a 3. Estes sub-patamares indicam a posição relativa de cada emissor dentro da respectiva nota. O sinal de mais (+) ou o número 1 significa uma posição mais elevada dentro da nota e um novo upgrade propiciaria uma mudança de nota. A ausência de sinal ou o número 2 indica um posicionamento médio dentro da nota e o sinal de menos (-) ou o número 3 indica uma posição inferior da nota.

3.5 Tipos de Rating

Os ratings podem ser classificados em várias modalidades. Essas classificações se dão em função do tipo de emissor do título classificado ou do tipo de emissão. Ocorrem também classificações em virtude da possibilidade de pagamento em moeda estrangeira ou em moeda nacional, além da classificação pelo prazo com ratings para curto e para longo prazo.

Um rating pode ser atribuído a diferentes entidades. As agências classificam os riscos de corporações, seguradoras, instituições financeiras, fundos de investimentos, setor público, governos soberanos e até de operações estruturadas.

Dentre estas variadas modalidades de ratings, a modalidade que mais interessa a este trabalho é a que se refere ao Rating de Crédito Soberano, que segundo a Standard and Poor's possui este conceito: "Os ratings de crédito soberano avaliam a capacidade e disposição de um governo para honrar, pontual e integralmente o serviço da sua dívida". (S&P, 2004, p. 01).

As várias classificações podem ainda ser feitas separando o risco em moedas locais e moedas estrangeiras. Uma nota atribuída a uma dívida em moeda local reflete a capacidade de pagamento da mesma na referida moeda. O mesmo ocorre com a moeda estrangeira. Um rating atribuído em moeda local permite a comparação entre ativos de diferentes partes do mundo sem considerar a dificuldade de transferência do capital para a moeda do investidor, portanto, acaba isolando o risco de transferência. Tanto em moeda local como estrangeira,

existe a possibilidade de comparações internacionais, porém, para realizar a comparação de ratings em moeda estrangeira é necessário considerar além do risco de transferência o risco-país.

Outra classificação de ratings separa os riscos em curto prazo e longo prazo. Trata-se de uma classificação simples que indica a capacidade de pagamento em diferentes períodos. Uma classificação de curto prazo, segundo a Fitch Ratings é realizada para períodos de até 12 meses. Já no longo prazo, a agência considera como prazo final de 5 a 7 anos no caso do Brasil.

3.6 Rating de Crédito Soberano e sua Metodologia

Apesar do extenso trabalho por parte das agências em classificar riscos também de empresas e outras instituições, o que interessa para este trabalho é a modalidade de rating que trata do risco de crédito de governos soberanos conhecido como Sovereign Risk ou Risco Soberano. Portanto, sempre que este trabalho se referir a um determinado rating trata-se de rating de risco soberano e sempre que se referir a um grau ou nota, ela está sendo atribuída a um governo soberano.

Como foi anteriormente mencionado, o rating de crédito soberano é a classificação de risco dada pelas agências para avaliar a capacidade de pagamento da dívida de um país. Não existe uma fórmula pronta para determinar a probabilidade de calote de um governo, este trabalho é dificultado pela própria característica única de cada nação e agravado pela existência de critérios qualitativos.

O Rating de Crédito Soberano é considerado o mais importante e o que causa maior efeito no mercado financeiro. Cantor e Packer explicitam essa importância: “Ratings Soberanos são importantes não somente porque alguns dos maiores atuantes no mercado de capitais internacionais são governos nacionais, mas também porque seus anúncios afetam os ratings concedidos aos tomadores de empréstimos de mesma nacionalidade”. (CANTOR, PACKER, 1996, p. 38, tradução nossa)

As agências de risco ao anunciarem uma mudança em qualquer nota em rating soberano discorrem, mesmo que brevemente, sobre o motivo para aquele upgrade ou

downgrade. No último mês de abril a Standard and Poor's atribuiu um novo rating de crédito soberano para o Brasil, a nota passou de BB+ para BBB-, atingindo o primeiro patamar do grau de investimento. Ao divulgar esse upgrade brasileiro, a agência apontou como ponto forte do país, para a concessão dessa nota, predominantemente critérios qualitativos como o histórico da continuidade das políticas de metas de inflação e câmbio flutuante principalmente. Mesmo com a transição de governos, o perfil da dívida, segundo a S&P está mais adequado e parecido com o de nações historicamente boas pagadoras de dívidas e a agência considerou positivo o aspecto quantitativo de o Brasil apresentar a dívida externa líquida abaixo dos 10% dos ingressos nas transações correntes (CAR Current Account Receipts), este indicador marcava em 2004 aproximadamente 100%.

Ainda na mesma nota, a S&P (2008) listou três pontos vulneráveis na qualidade do crédito no Brasil, que não foi impedimento para evitar a elevação do rating, mas pode trazer futuros downgrades. São eles: dívida líquida do governo tem alta carga, inflexibilidade do orçamento nacional e aspectos estruturais que não permitem maior crescimento econômico brasileiro.

Ao elevar o Brasil também para grau de investimento em maio de 2008, a Fitch destacou como pontos positivos para o crédito brasileiro a estabilidade macroeconômica com a manutenção de políticas para o superávit primário e para metas de inflação, a melhora nas contas externas que reduz a vulnerabilidade, a renda per capita que atingiu US\$ 7.000, o aumento de reservas internacionais que ultrapassou o passivo da dívida do governo e as perspectivas de crescimento. Como pontos fracos a Fitch destacou a fragilidade nas finanças públicas, o alto ônus da dívida bruta e o lento ritmo de reformas estruturais.

A agência Moody's foi a única das três agências que não elevou o Brasil ao grau de investimento, pois ela considera de maior peso, ao classificar riscos, a alta carga da dívida pelo PIB apresentado pelo país como mostra Kahil (2008, p. 01) "Atualmente, a nota do país (Brasil) com a Moody's é Ba1. Em comunicação recente, a agência disse que o Brasil precisa melhorar os índices de dívida para ter sua nota elevada."

Como se pode ver, por mais parecido que seja o conceito de Rating de Crédito Soberano para as diferentes agências, a metodologia e os critérios utilizados por elas podem variar bastante e acabam refletindo na nota dada àquele rating.

Com o intuito de fornecer ao mercado financeiro um "forward looking"² as agências de risco fornecem ratings seguindo seus próprios critérios. As três agências têm suas próprias

² "Forward Looking": previsão.

metodologias para conceder notas aos países analisados, porém, algumas variáveis macroeconômicas são fundamentais para a elaboração de uma análise. A Standard and Poor's, por exemplo, considera principalmente dez quesitos na elaboração de um rating. Esses quesitos são permeados não somente por dados quantitativos como também por fatores qualitativos de cada governo. As dez categorias que se unem para determinar uma nota para a S&P são: o risco político, a renda e estrutura econômica, a perspectiva de crescimento, a flexibilidade fiscal, a carga da dívida do governo geral, passivos contingenciais e no exterior, a estabilidade monetária, a liquidez externa e a carga do endividamento externo tanto do setor público quanto do setor privado.

A Fitch é bem mais abrangente no que tange aos critérios. Ela considera os seguintes pontos: demografia e fatores de estrutura educacional, mercado de trabalho, estrutura de produção e comércio, dinamismo do setor privado, balança comercial, balança de pagamentos, análise de crescimento no médio-prazo, política macroeconômica, política de investimento estrangeira e comercial, sistema financeiro nacional, ativos externos, passivos externos, estrutura política e posição internacional.

A Moody's considera principalmente PIB per capita, estrutura institucional, solidez financeira do governo, balança fiscal, balança de pagamentos e a suscetibilidade do país a eventuais riscos

Os relatórios divulgados pelas agências explicitam as variáveis consideradas na elaboração de análise de crédito soberano, porém, não deixam claro se existe uma fórmula para concessão das notas e nem mesmo se existe um peso para cada variável. O que se pode inferir é que o peso de cada variável muda de acordo com o país que está sendo analisado segundo a conveniência das agências. Bone (2004) coloca que o fato do país em análise pertencer à região latino-americana já é um agravante e pode trazer uma nova interpretação dos dados apontados pela economia em estudo.

Cabe citar aqui a diferença entre o rating de crédito soberano ou risco soberano e o risco-país. O risco-país é a diferença da rentabilidade dos títulos de um país da chamada taxa livre de risco. O mercado considera como taxa livre de risco aquela taxa paga pelo Tesouro dos Estados Unidos. O Risco Soberano, como já foi falado, é a opinião das agências de risco sobre a qualidade do crédito do país. O Risco Soberano tem um caráter de longo prazo, só é influenciado pelas mudanças de curto prazo se estas afetarem a conjuntura no longo prazo. O Risco-país é bem mais vulnerável às mudanças de curto prazo. Apesar de serem dois conceitos totalmente diferentes, eles possuem correlação entre si. Se o risco soberano é

bastante baixo, ou seja, o país possui boas condições de honrar seus compromissos, é provável que o risco-país também seja baixo.

Este capítulo tentou levantar informações a respeito das agências que analisam o mercado financeiro internacional e de que maneira eles elaboram e divulgam suas opiniões. É certo que estas agências têm considerável importância por conquistarem a confiança de muitos investidores que se pautam pelas suas classificações de risco. Porém não se sabe ao certo qual o real impacto que essas classificações podem causar no mercado de capitais nacional e internacional. O próximo capítulo fará uma análise entre o histórico das notas dadas a qualidade de crédito soberano brasileiro e as principais variáveis macroeconômicas utilizadas pelas agências.

CAPÍTULO IV AS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO E O BRASIL

Ao levantar informações sobre as classificações de risco dadas ao Brasil a partir de 1994 e confrontá-las com as principais variáveis consideradas pelas agências, este capítulo se propõe a descobrir os principais pontos que levaram a upgrades ou downgrades, além de avaliar o impacto que eles podem causar ao mercado de capitais nacional através de uma análise comparativa com outros países, principalmente na mudança de nota de BB+ para BBB-, primeiro degrau do investment grade.

Como foi citado anteriormente, as agências de risco começaram a divulgar rating de crédito soberano para o Brasil em 1994. Portanto, essa foi a data escolhida para ser alvo de estudo desse trabalho. Entre as explicadas modalidades de ratings soberanos, aquela que será exposta aqui será o rating de crédito soberano de longo prazo em moeda estrangeira. Essa modalidade é a mais difundida segundo Cantor e Packer: “Rating em moeda estrangeira, ..., é o que permanece como o mais relevante e influente no mercado internacional de títulos”.(CANTOR, PACKER, 1996, p.38, tradução nossa).

4.1 Histórico das Classificações de Risco do Brasil.

No dia primeiro de dezembro de 1994, tanto a Standard and Poor’s quanto a Fitch Ratings atribuíram, pela primeira vez na história, uma nota para a qualidade do crédito soberano do Brasil de longo prazo em moeda estrangeira. A S&P atribuiu nota B e a Fitch B+.

Esta foi a única vez em que as duas agência concederam nota ao Brasil no mesmo dia, como são agências independentes geralmente elas o fazem em dias separados. Dia dezoito de julho de 1995 a S&P elevou o rating brasileiro para B+ mantendo esse nível até dia dois de abril de 1997 onde ocorreu um upgrade para BB-. Na crise de 1999, houve um downgrade

brasileiro de volta para B+. Uma nova elevação na nota brasileira ocorreu dois anos depois em janeiro de 2001 para BB-. Um ano e meio depois a nota voltou a ser B+. De setembro de 2004 até hoje, o rating brasileiro sofreu uma série de elevações, nesta data o rating passou pela terceira vez para BB-, em novembro de 2006 a nota subiu para BB, maio de 2007 passou para BB+ e no dia 30 de abril deste ano o último upgrade para BBB-, nota situada no grau de investimento.

A Fitch teve um comportamento bem semelhante com relação a qualidade do crédito brasileiro. Após a primeira nota em 1994, a Fitch também divulgou um downgrade em 1999 acompanhada de duplo upgrade em 2000 e 2001 e a nota chegou em BB-. Somente no ano de 2002 a Fitch reduziu duas vezes em um patamar a nota brasileira até B. Em novembro de 2003 a nota passou de B para B+ e deu início a uma série de cinco upgrades seguidos. Um ano depois a nota passou para BB-, em 2006 a nota subiu para BB, em 2007 para BB+ e atingiu o grau de investimento BBB- em maio do ano corrente.

O gráfico 6 mostra as oscilações de notas dadas pelas agências durante estes anos considerando a escala numérica apresentada no capítulo anterior.

As causas de todas estas mudanças de notas serão analisadas no item 4.3 mais adiante. Antes é preciso verificar como se comportaram as variáveis macroeconômicas brasileiras desde 1994.

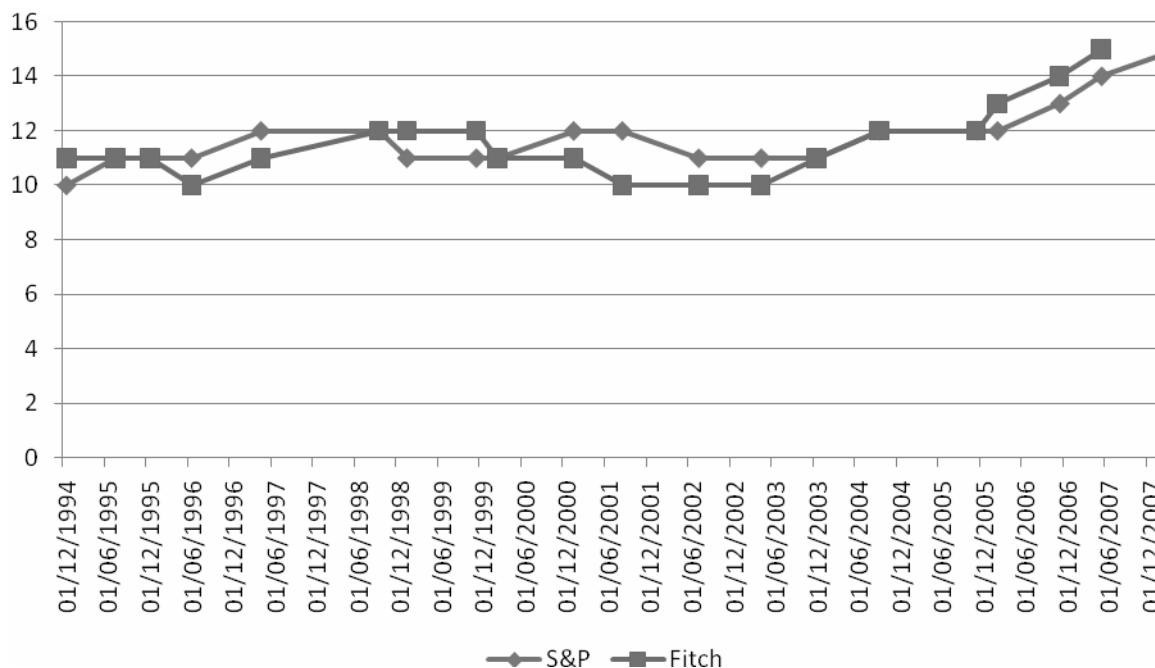


Gráfico 6: Histórico das Notas para Crédito Soberano Brasileiro de 1994 até 2008.
Fonte: S&P e Fitch: Elaboração Própria.

4.2 Análise Macroeconômica Brasileira.

As agências se utilizam de muitas variáveis para avaliar a qualidade de crédito soberano, como mostrado no capítulo anterior. Em 1996 os autores Cantor e Packer elaboraram um estudo a fim de verificar a importância de cada variável na classificação de risco feita pelas agências. Eles utilizaram oito variáveis por considerarem as que apareceram repetidas vezes nos relatórios divulgados pelas agências. Essas variáveis foram adotadas também por Bone em 2002 na elaboração de um trabalho sobre ratings argentinos.

As variáveis utilizadas nos citados trabalhos serão utilizadas aqui também, para posterior análise comparativa do desempenho econômico nacional com o histórico da qualidade do crédito brasileiro. São elas:

- a) Renda per capita anual
- b) Taxa de crescimento anual do PIB
- c) Taxa de inflação anual (IPC)
- d) Balanço fiscal
- e) Balanço externo
- f) Dívida externa
- g) Desenvolvimento econômico
- h) História de default desde 1970

4.2.1 Renda Per Capita Anual

A renda per capita é uma das mais importantes variáveis analisadas para avaliar a capacidade de pagamento de um governo soberano e, portanto, é muito considerada pelas agências. Isso porque uma alta renda per capita permite maior arrecadação por parte do

governo e conseqüentemente maior capacidade de quitar seus débitos e ainda representa o nível de estabilidade política do país.

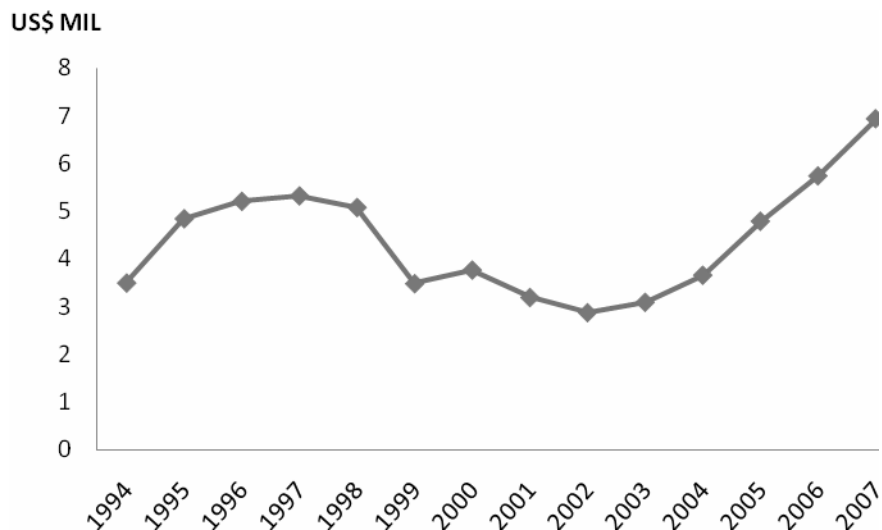


Gráfico 7: PIB per capita US\$ mil de 1994 até 2007.
Fonte: IpeaData: Elaboração Própria.

4.2.2 Taxa de Crescimento Anual do PIB

Uma elevada taxa de crescimento do produto traduz-se em crescimento da riqueza gerada pelo país e isso impacta na arrecadação do governo aumentando sua capacidade de honrar compromissos financeiros. Desde 1994 a taxa de crescimento do PIB brasileiro oscilou entre 5,71% em 2004 e 0,04% em 1998 conforme mostra o gráfico abaixo.

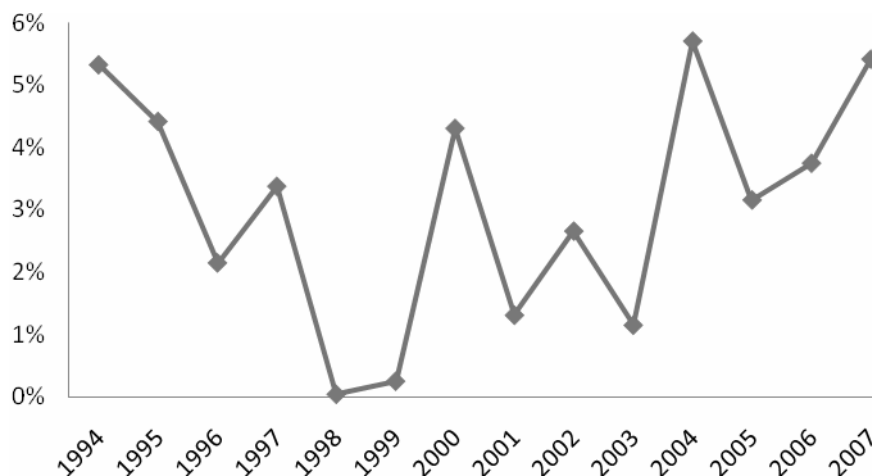


Gráfico 8: Variação percentual anual do PIB Brasileiro de 1994 até 2008.
Fonte: IpeaData: Elaboração Própria.

4.2.3 Taxa de Inflação Anual (IPC)

A inflação é uma das mais importantes variáveis para medir a saúde de uma economia, sendo, portanto, considerada pelas agências por apontar problemas estruturais nas finanças governamentais. No ano de 1994, a inflação medida pela Fundação Getúlio Vargas - FGV (IPC) foi de 1238%, valor que diverge muito da série iniciada no ano seguinte e, por isso, não está no gráfico abaixo. Em 1995 a inflação foi de 25%, e em 1998 foi de 1,67%, estes foram os extremos entre 1995 e 2007.

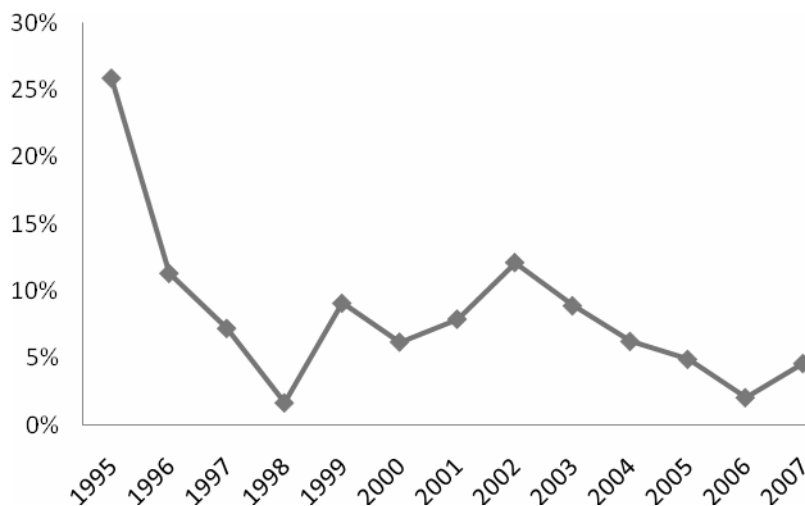


Gráfico 9: Variação percentual da inflação IPC anual entre 1995 e 2007.
Fonte: IpeaData: Elaboração Própria.

4.2.4 Balanço Fiscal

O Resultado Primário do Governo / PIB é derivado da diferença entre as receitas e as despesas do governo dividido pelo PIB. É uma variável que indica relação direta com a saúde financeira do governo.

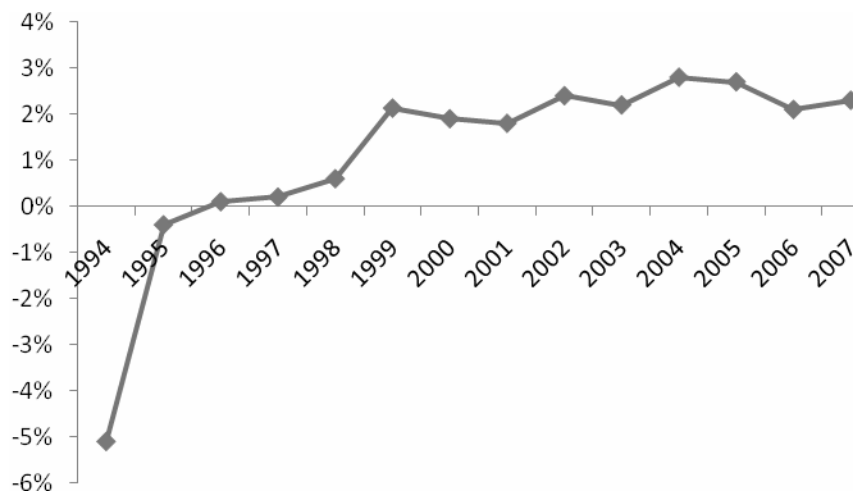


Gráfico 10: Saldo Orçamentário do Governo / PIB de 1994 até 2007.
Fonte: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria.

4.2.5 Balanço Externo

O balanço externo é traduzido como sendo o saldo das transações correntes dividido pelo PIB. Esta variável também mostra a capacidade de pagamento do governo, pois representa um somatório do saldo da balança comercial, de serviços, rendas e transferências unilaterais correntes.

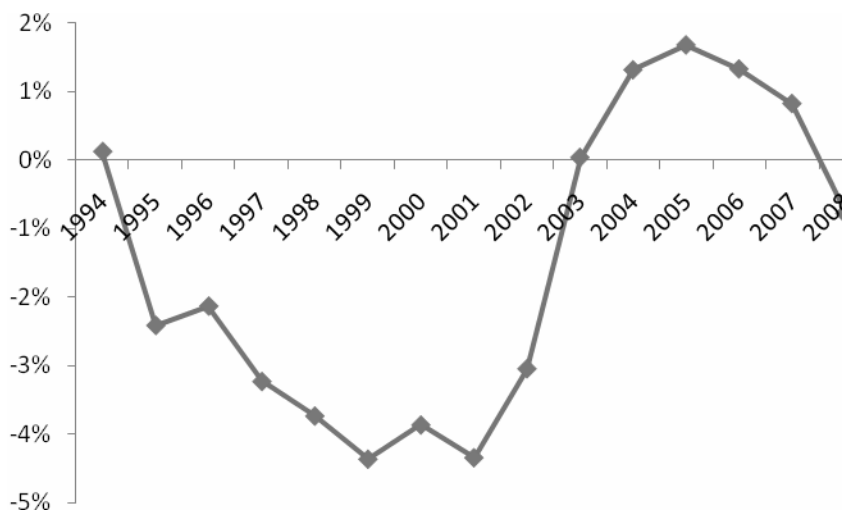


Gráfico 11: Porcentagem das Transações Correntes pelo PIB de 1994 até 2008.
Fonte: IpeaData: Elaboração Própria

4.2.6 Dívida Externa

A relação entre a dívida externa e as exportações mostra o quanto a competitividade externa das empresas nacionais pode contribuir para a quitação de débitos, pois quanto maior a capacidade de exportar, maior a capacidade de gerar divisas.

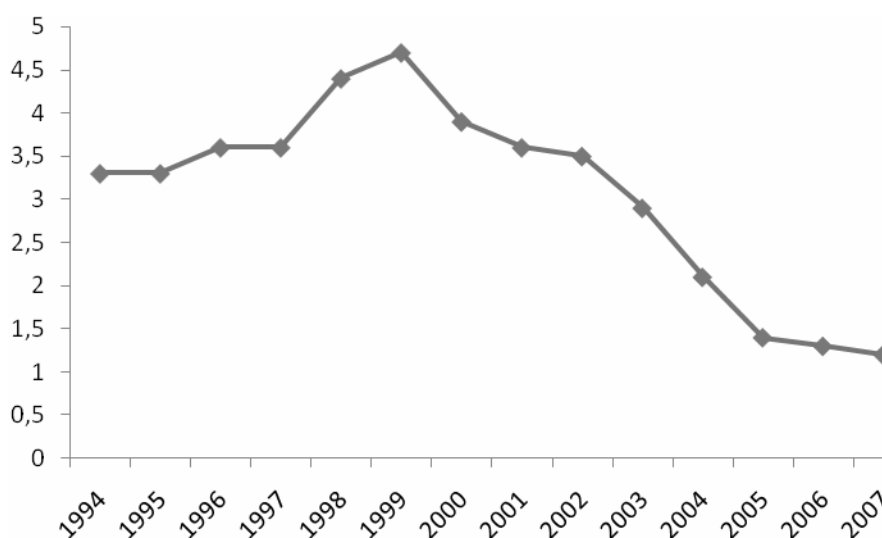


Gráfico 12: Dívida Total / Exportações de 1994 até 2007.
Fonte: Banco Central do Brasil: Elaboração Própria.

4.2.7 Desenvolvimento Econômico

Existem muitas teorias para determinação do nível de desenvolvimento em que se encontra uma nação. Para uma simplificação, as agências utilizam a classificação feita pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) que separa países desenvolvidos e em desenvolvimento pelo nível de industrialização. E para mensurar o desenvolvimento a variável utilizada é a renda per capita. O Brasil pertence a um grupo de países chamados de emergentes, não sendo considerado nem desenvolvido nem subdesenvolvido. De fato, na escala de renda per capita considerada pelo FMI e adotada pelas agências o Brasil ocupou em 2006, o 66º lugar neste quesito comparado com um total de 190 países. A renda per capita média entre os países foi de US\$ 10.608, valor acima da renda per capita brasileira que foi de US\$ 5.640. Os dados foram fornecidos pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A posição intermediária do PIB per capita brasileiro fica evidente ao olharmos o gráfico 13 onde o Brasil aparece atrás de alguns países emergentes como Chile, México e Rússia e à frente de outros como Argentina, China e Índia.

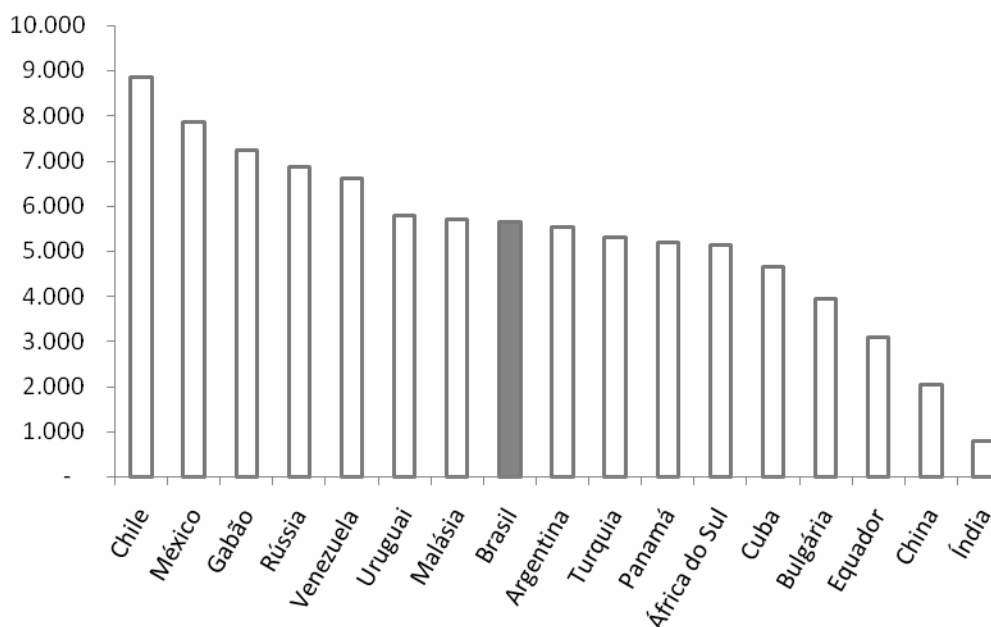


Gráfico 13: PIB per capita em US\$ de 2006.

Fonte: IBGE: Elaboração Própria.

4.2.8 Histórico de Default desde 1970

Em duas oportunidades o Brasil não honrou sua dívida, porém, isto ocorreu somente uma vez após 1970. Mailson da Nóbrega, ex-ministro da fazenda contou ao jornal O Estado de São Paulo em março de 2007: “O Brasil já esteve várias vezes sem condições de honrar o pagamento da dívida externa. Somente em dois momentos - em 1937 e 1987 - recorreu à moratória unilateral”. (NOBREGA, 2007)

Os anos 80 ficaram marcados pela chamada crise da dívida, quando países subdesenvolvidos tiveram grandes dificuldades financeiras. O cenário era turbulento, o México tinha declarado moratória em 82, a inflação brasileira era muito alta, o ambiente social era bastante conflituoso e o fim da ditadura ainda era muito recente.

Em 1985 com o falecimento de Tancredo Neves, o vice-presidente José Sarney assume e não demora muito para contratar como Ministro da Fazenda Dílson Funaro, que traz consigo uma equipe formada também por Beluzzo e João Manoel Cardoso de Mello. Esta equipe tenta sem sucesso frear a inflação e lança em 1986 o Plano Cruzado. O fracasso do plano traduziu-se não somente em inflação crônica como na redução significativa das exportações acarretando em déficits na balança comercial. A situação crítica da economia brasileira culminou em moratória no ano de 1987. Fonseca descreve claramente:

Com tudo isso, o Brasil entrou no ano de 1987 no pior dos mundos: a inflação voltava a dominar o cenário econômico e as reservas em divisas fortes esvaíram-se rapidamente por conta do crescente déficit da balança comercial e de pagamentos, tornando insustentável o fiel cumprimento do serviço da dívida externa e a liquidação cambial daquelas importações estritamente necessárias. O agravamento das contas externas atingiu afinal um ponto crítico e forçou o Governo a tomar uma medida drástica: no dia 20 de fevereiro de 1987, o Ministro Dílson Funaro declarava que o Brasil iria, de forma unilateral, suspender, por prazo indeterminado, o pagamento da sua dívida externa. (FONSECA, 2002, p. 216)

Nesta época, as agências de risco ainda não atribuíam notas para o crédito brasileiro, porém, este fato possui forte relevância para não ser considerado pelas agências ao analisar o Brasil.

4.3 As Classificações de Risco e as Variáveis Macroeconômicas.

Como pode se observar no gráfico 6, desde 1994 as notas dadas ao Brasil pelas agências de ratings oscilavam entre B e BB-, representados no gráfico pelos números de 10 a 12. Este movimento se prolongou até 2005, quando ocorreu uma série de upgrades e downgrades dentro deste intervalo. As pequenas variações positivas se deram de 1996 para 1997 e de 2003 para 2004, já de 1998 para 1999 e de 2000 para 2002 ocorreram também pequenas variações, porém negativas.

A partir de 2005 ocorreu uma série de elevações da nota brasileira, foi o período de maior destaque nesta escala histórica de ratings dados ao Brasil.

Das seis variáveis analisadas verifica-se que o PIB per capita e a variação percentual do PIB possuem comportamento positivo com o histórico das notas recém descrito; a inflação e a dívida externa demonstram algum comportamento negativo. O Superávit Primário e o Balanço Externo não demonstram relação com as notas dadas pelas agências no caso do Brasil, principalmente após 2005.

4.4 Comportamento das Variáveis

As notas dadas pelas agências para o Crédito Soberano Brasileiro desde 1994 possuem comportamento positivo com o PIB per capita e com a variação percentual anual do PIB como mostra o gráfico abaixo.

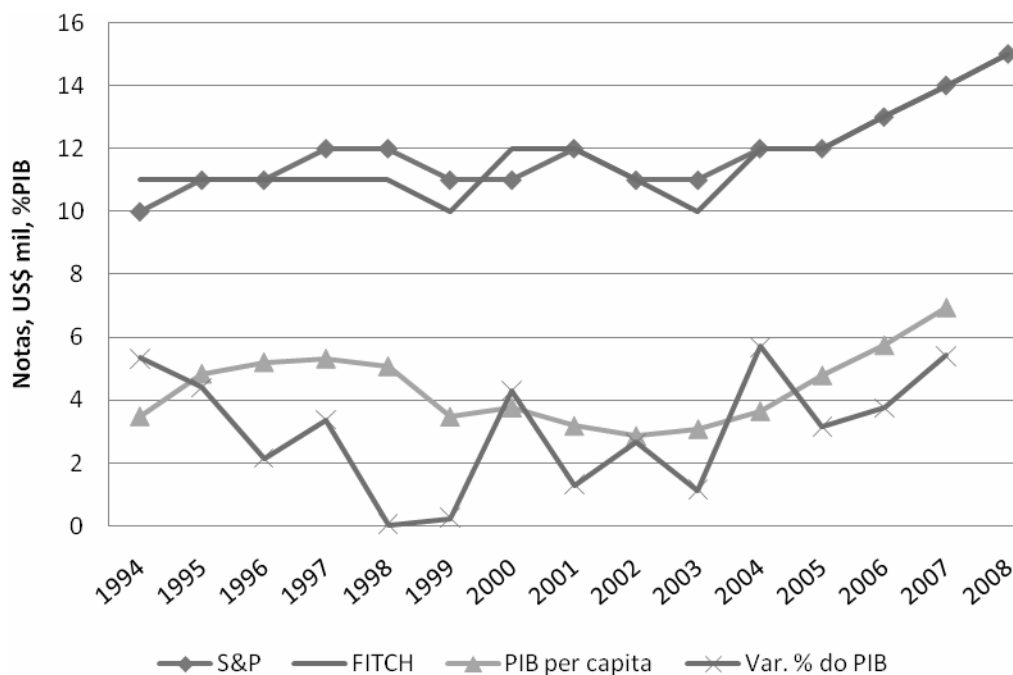


Gráfico 14: Histórico das Notas S&P e Fitch, PIB per capita e Variação % PIB desde 1994.
Fonte: S&P, Fitch, Ipeadata; Elaboração Própria.

A elevação das notas de 96 para 97 pode ter sido influenciada, mesmo que ligeiramente atrasada, pelo aumento da renda per capita entre os anos de 94 e 96. A queda nas notas foi acompanhada simultaneamente pelo PIB per capita de 98 para 99. Outro movimento fortemente relacionado entre as variáveis foi o que se iniciou em 2002. A partir deste ano, o PIB per capita cresceu ano após ano chegando a patamares recordes de quase US\$ 7.000 em 2007, movimento este acompanhado por elevação nas notas.

A variação percentual do PIB também possui comportamento parecido com o histórico das notas concedidas ao Brasil, com ênfase ao valor mais baixo da série nos anos de 98 e 99 e a sequência positiva após 2005.

Dois variáveis apresentaram comportamento em sentido contrário quando comparadas ao histórico das notas dadas pelas agências ao Rating Soberano Brasileiro. O Gráfico 15 mostra como a inflação medida pelo IPC em porcentagem anual e a dívida total em relação às exportações se relacionam com as notas desde 1994.

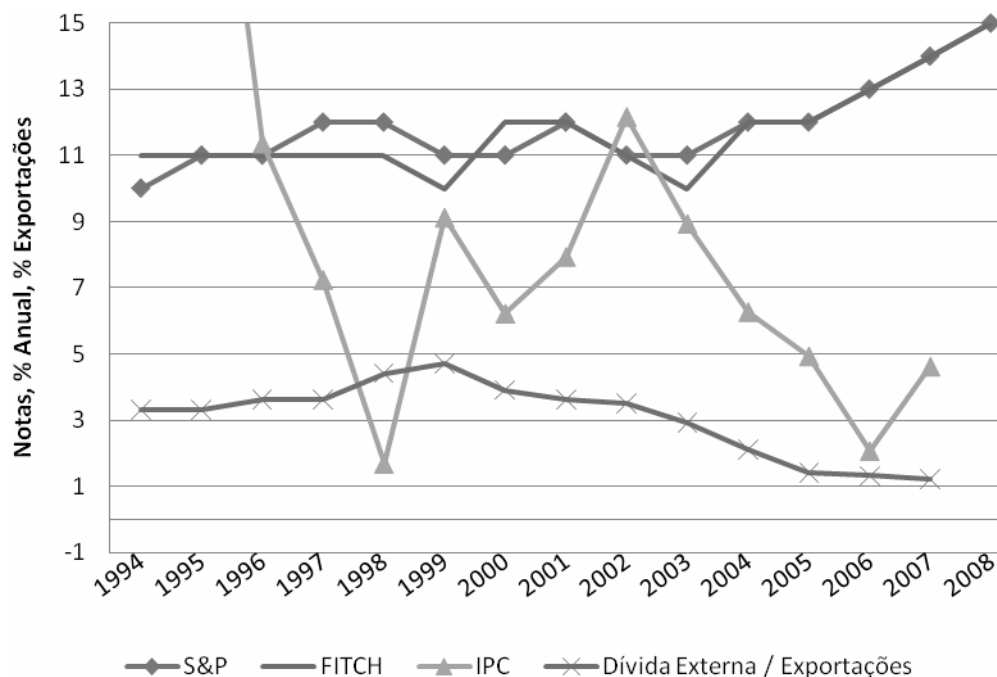


Gráfico 15: Histórico das Notas S&P e Fitch, Inflação (IPC) e Dívida Total / Exportações.
Fonte: S&P, Fitch, Ipeadata, BC: Elaboração Própria.

As elevações no IPC em 1999 e 2002 coincidem com os downgrades, porém a seqüência na queda da inflação a partir de 2002 é interrompida em 2007. Mesmo assim, é visível um considerável movimento oposto entre inflação e as notas.

A dívida total dividida pelas exportações possui uma relação maior, de 98 para 99 a dívida pelas exportações atingiu seu pico justamente na queda do rating, a partir daí, houve sucessíveis quedas na dívida e aumento nos ratings corroborando com o movimento divergente entre eles.

O saldo do orçamento do governo em relação ao PIB não mostra um movimento que se relacione com as notas, principalmente após 2005. O mesmo ocorre com o saldo das transações correntes em relação ao PIB.

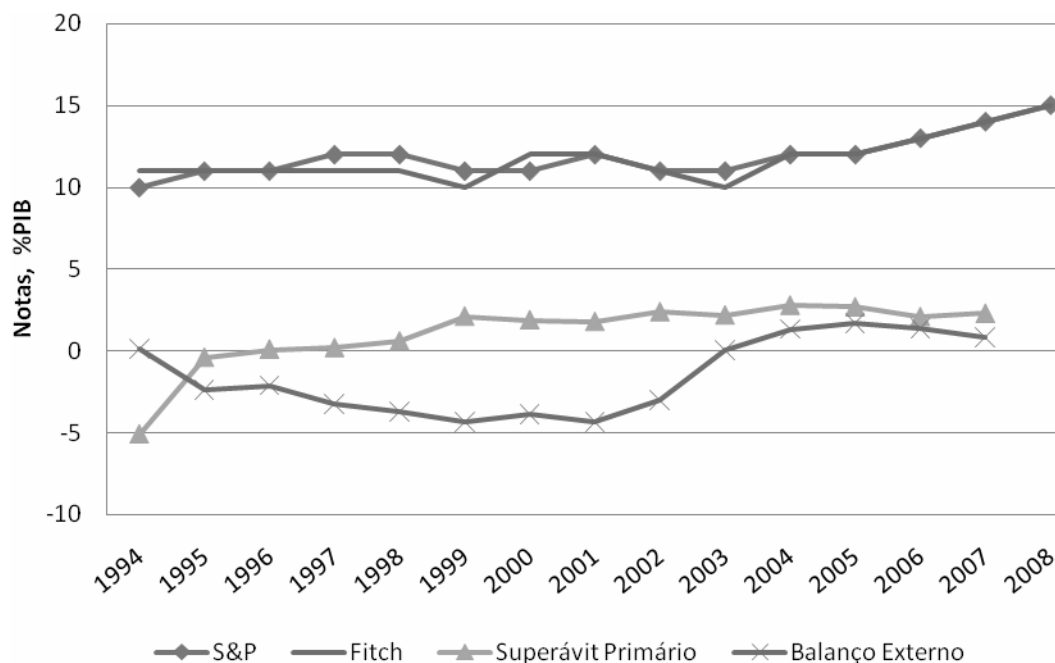


Gráfico 16: Histórico das Notas S&P e Fitch, Superávit Primário e Balança Externa.
Fonte: S&P, Fitch, BC, Ipeadata: Elaboração Própria.

O saldo do orçamento do governo tem pouca força explicativa ao ser comparado com as notas. A partir de 1999, o saldo do governo pelo PIB praticamente não variou e não acompanhou as principais variações das avaliações das agências.

A balança externa representado pela relação entre o saldo das transações correntes e o PIB também não possui movimento semelhante com a opinião das agências acerca da qualidade do crédito brasileiro. No estudo de Cantor e Packer em 1996 o rating soberano também não foi influenciado pela balança externa.

CAPÍTULO V O GRAU DE INVESTIMENTO

Grau de Investimento é o título da qualidade de crédito de quem recebe nota situada em uma zona considerada de baixo risco na escala de notas das agências, mais especificamente, notas iguais ou superiores a BBB. Esta zona começa a partir da nota BBB. Na escala da S&P, além do Brasil, outros cinco países receberam a nota BBB- que é a primeira nota do Grau de Investimento, são eles: Cazaquistão, Índia, MontSerrat, Peru e Romênia. Com nota BBB, um degrau acima, a S&P avalia a Croácia, a Islândia e a Tunísia e com BBB+ estão África do Sul, Bulgária, Hungria, Letônia, México, Rússia e Tailândia.

Com exceção de MontSerrat, a Agência Fitch concede notas muito parecidas para todos os outros países listados acima e ainda inclui entre as notas BBB- e BBB+ Aruba, Marrocos e Namíbia. A Fitch não considera MontSerrat como grau de investimento.

A Moody's concede nota Baa (grau de investimento) para os seguintes países: África do Sul, Bulgária, Cazaquistão, Croácia, Índia, México, Romênia, Rússia, Tailândia, Tunísia, além de Barbados, Ilhas Maurícius, El Salvador e Trinidad e Tobago. A Letônia e a Hungria possuem nota A2 e a Islândia A1 já alguns degraus acima da nota mínima do Grau de Investimento. Os Países Brasil, Peru e Marrocos considerados pelas outras agências como grau de investimento possuem nota Ba1 junto a Moody's, fora do grau.

As três agências concordam quanto ao Rating de treze países que possuem notas ligeiramente superiores à mínima para obtenção do grau de investimento, estes países são: África do Sul, Bulgária, Cazaquistão, Croácia, Hungria, Índia, Islândia, Letônia, México, Romênia, Rússia, Tailândia e Tunísia. Além do Brasil, também o Peru é considerado grau de investimento por duas das três agências. Estes quinze países merecem ser avaliados mais de perto e alguns deles terão seus mercados de capitais analisados para verificar se a obtenção do grau trouxe desenvolvimento ou não.

Destes quinze países, o Brasil foi o último a receber o grau de investimento por parte de pelo menos duas agências. Estes países podem ser separados em três grupos: o primeiro grupo é formado por países que possuem classificação considerada grau de investimento, mas receberam vários downgrades. São países que já tiveram notas bastante altas e perderam qualidade se situando hoje perto das notas mínimas para grau de investimento. Os países são Tailândia e Islândia. O segundo grupo de países teve suas notas elevadas para grau de investimento, porém, isto ocorreu vários anos atrás. Uma análise destes países pode

comprometer os resultados pela diferença de estrutura do sistema financeiro internacional que evoluiu muito nos últimos tempos. Fazem parte deste grupo os países África do Sul, Croácia, Hungria, Letônia e Tunísia. Estes países passaram a ser grau de investimento entre os anos de 1995 e 2000. O terceiro grupo é formado por nações que receberam nos últimos seis anos o grau de investimento. Temos pertencendo a este grupo o México que recebeu o grau em 2002, a Bulgária e o Cazaquistão que receberam em 2004, a Rússia e a Romênia que receberam em 2004 pela Fitch e 2005 pela S&P, a Índia que recebeu em 2006 pela Fitch e no começo do ano seguinte pela S&P, o Peru e o Brasil que receberam em 2008. Este último grupo é alvo de análises dos dados a seguir.

A Fitch concedeu o Grau de Investimento para a Rússia em novembro de 2004 e a S&P fez a mesma coisa em janeiro de 2005. Entre bolsas de commodities, de mercado futuro, de ações existem mais de 10 bolsas na Rússia e nenhuma delas faz parte de alguma associação como a World Federation of Exchange, Federation of European Securities Exchanges ou ainda da Federation of Euro-Asian Stock Exchanges e não foi possível fazer a tabulação dos dados das bolsas russas. Mesmo considerando a Rússia um importante mercado emergente a falta de dados não permite uma análise mais detalhada do mercado acionário russo ao receber o Grau de Investimento.

5.1 O Impacto do Grau de Investimento em alguns países.

Três quesitos serão levantados para avaliar o comportamento do mercado de ações nos países recebedores do grau: o número de companhias listadas na bolsa, o desempenho do principal índice e a capitalização do mercado doméstico. Para avaliação dos índices será considerado o valor ao final de cada período. A capitalização se refere ao valor de mercado de cada ação numa determinada data, multiplicado pelo número de ações e representa o valor de mercado dos ativos de uma bolsa de valores. Quando forem encontrados dados será relevante analisar a participação estrangeira nas bolsas ao receber o grau de investimento. Estas variáveis foram escolhidas por serem capazes de demonstrar o grau de desenvolvimento de uma bolsa de valores.

5.1.1 México

Foi logo no começo do ano de 2002 que o México se tornou Grau de Investimento, a Fitch concedeu o grau em janeiro e a S&P em fevereiro. De 2001 até 2007 os dados da bolsa mexicana são bastante positivos, o número de companhias listadas na bolsa cresceu mais que o dobro, no final de 2001 eram 172 e no final de 2007 eram 367 companhias. O principal índice da Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Índice de Preços e Cotações – (IPC-BMV) pulou de aproximadamente 6300 pontos em dezembro de 2001 para 29500 em dezembro de 2007. A capitalização do mercado também evoluiu bastante passando de 126 bilhões de dólares americanos em 2001 para 397 bilhões em 2007. Porém, um movimento muito interessante ocorreu: no ano do recebimento do grau os três indicadores citados reduziram entre o final de 2001 e o final de 2002. O gráfico a seguir mostra que o número de empresas listadas na bolsa e a capitalização do mercado mexicano cresceram a partir de 2002.

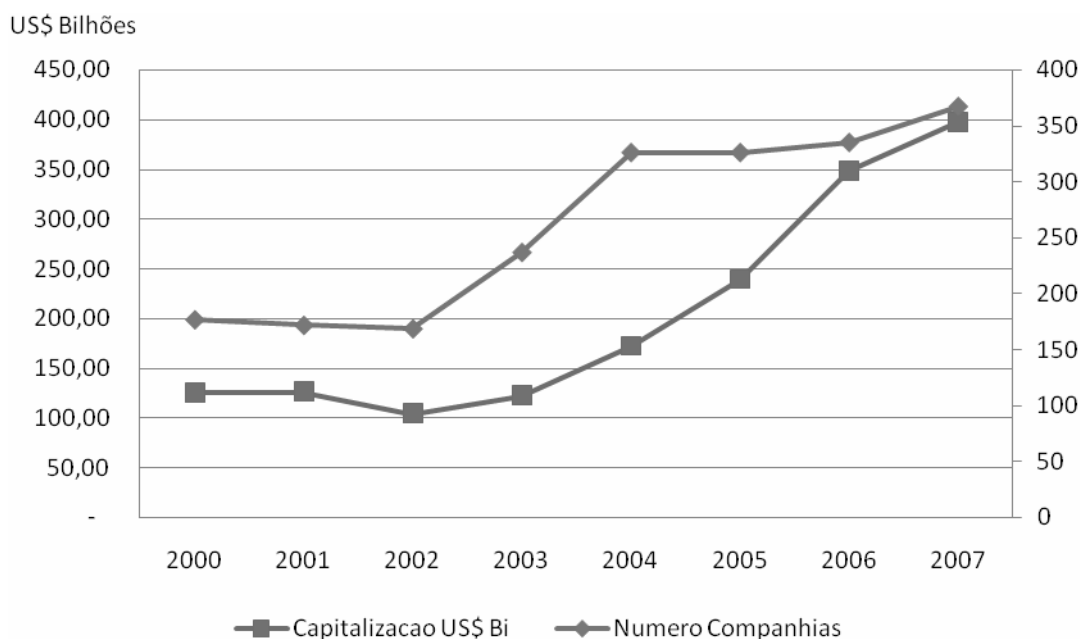


Gráfico 17: Número de Companhias Listadas e Capitalização da BVM.

Fonte: World Federation of Exchange; Elaboração Própria.

O mesmo movimento pode ser observado também na entrada de investimentos estrangeiros, 54 bilhões de dólares ingressaram na bolsa mexicana em 2001 e 44 bilhões em 2002, uma queda de 18%. De 2002 até 2006 os ingressos de estrangeiros cresceram em média 36% ao ano e fecharam em 2007 com 154 bilhões.

Ficou evidente que o Grau de Investimento não trouxe bom desempenho para bolsa mexicana no curto prazo, mas pode ter contribuído para sua evolução no longo prazo. Até porque, os investidores atraídos por esta qualidade de crédito têm horizontes maiores de investimentos, eles demoram mais para realizar suas operações e reformular suas carteiras do que os investidores especulativos. Ainda cabe a ressalva que admitir uma companhia na bolsa demanda algum tempo, a abertura de capital é um processo burocrático e é constituído de várias etapas. Depois da pequena queda de 3,85% de 2001 para 2002, o IPC-BVM subiu em média 37% ao ano até 2007 corroborando com a hipótese descrita acima.

5.1.2 Bulgária

A Bulgária foi classificada pelas agências de classificação de risco como Grau de Investimento em meados de 2004. O crescimento no número de companhias listadas na Bulgarian Stock Exchange (BSE) foi semelhante ao crescimento da bolsa mexicana. Em 2004 eram 331 empresas listadas, em 2005 o número não mudou e a partir daí começou a crescer e hoje são quase 400 companhias que têm suas ações negociadas na bolsa. O índice da bolsa búlgara e a capitalização de mercado não demoraram tanto para reagir. O índice subiu 32% de 2004 para 2005 e a capitalização 81% passando de 2,8 bilhões de dólares americanos para pouco mais de US\$ 5 bilhões. Estes dados podem significar que mesmo sem o aumento do número de empresas listadas na BSE, as empresas já listadas ofertaram mais ações no mercado e contribuíram para o crescimento de 81% na capitalização do mercado. O Índice da BSE subiu de 625 pontos em dezembro de 2004 para 1767 pontos em dezembro de 2007. O gráfico 18 ilustra o crescimento do mercado búlgaro após o recebimento do Grau de Investimento.

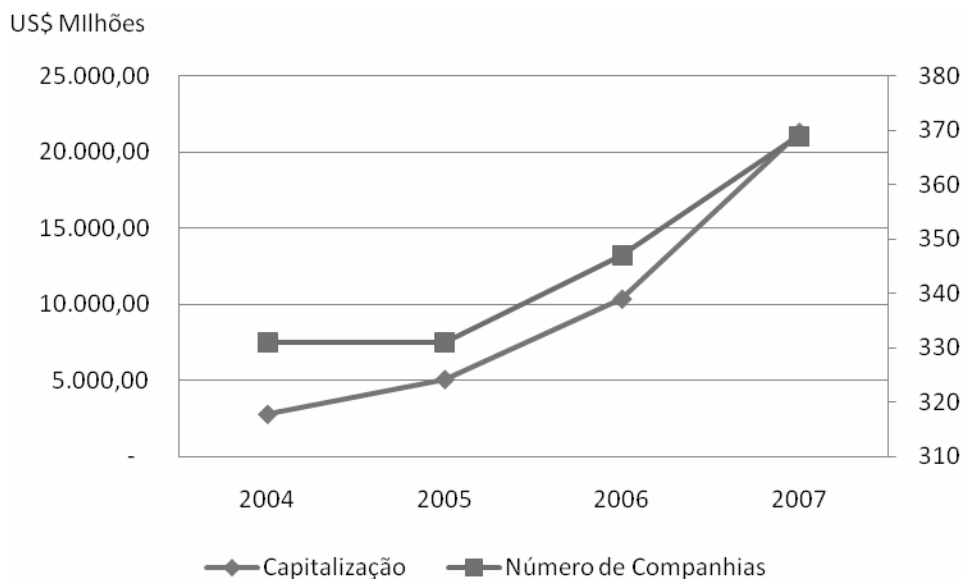


Gráfico 18: Número de Companhias Listadas e Capitalização da BSE
 Fonte: Federation of Euro-Asian Stock Exchanges; Elaboração Própria.

5.1.3 Cazaquistão

A Kazakhstan Stock Exchange (KSE) mostrou um bom desempenho depois das agências elevarem o Rating do país para Grau de Investimento em 2004. De 2004 para 2005 o índice da bolsa de valores do Cazaquistão subiu 220% e de 2005 para 2006 subiu 256%. Após estas grandes elevações o índice da bolsa do Cazaquistão subiu no ano seguinte somente 9%. A capitalização de mercado também mostrou um invejável desempenho subindo 166% de 2004 para 2005 e 438% de 2005 para 2006, passando de 3,9 bilhões de dólares americanos em 2004 para 56,6 bilhões em 2006. O número de empresas listadas na bolsa cresceu consideravelmente e também não reagiu no primeiro ano do Grau de Investimento. Eram 68 empresas listadas na KSE em 2004, este valor se reduziu 16% em 2005, e nos dois anos seguintes subiu 67% e 43%. Estes valores mostram que a obtenção do Grau de Investimento pode ter contribuído para o bom desempenho da bolsa do Cazaquistão. Vale lembrar que altas muito grandes em tão pouco tempo podem indicar aumento de volatilidade, este movimento pode ser causado pela entrada maciça de investidores estrangeiros que podem sair do mercado tão rápido quanto entraram.

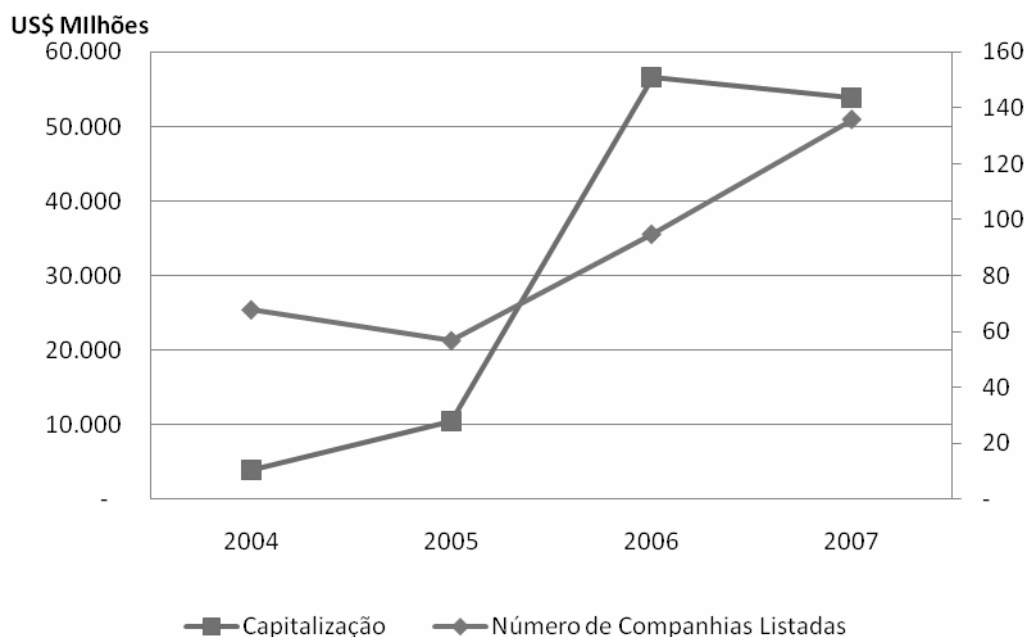


Gráfico 19: Número de Companhias Listadas e Capitalização da Bolsa do Cazaquistão.
 Fonte: Federation of Euro-Asian Stock Exchanges; Elaboração Própria.

5.1.4 Romênia

A Romênia recebeu o Grau de Investimento pela Fitch em novembro de 2004 e pela S&P em setembro de 2005. O número de companhia com ações negociadas na Bucharest Stock Exchange era de 94 em 2004, subiu em 2005, caiu em 2006 e voltou a subir em 2007 fechando o ano com 157. O gráfico 20 mostra, que ocorreu uma intensificação no movimento de alta da capitalização e do índice da bolsa romena a partir de 2003, antes do upgrade das agências.

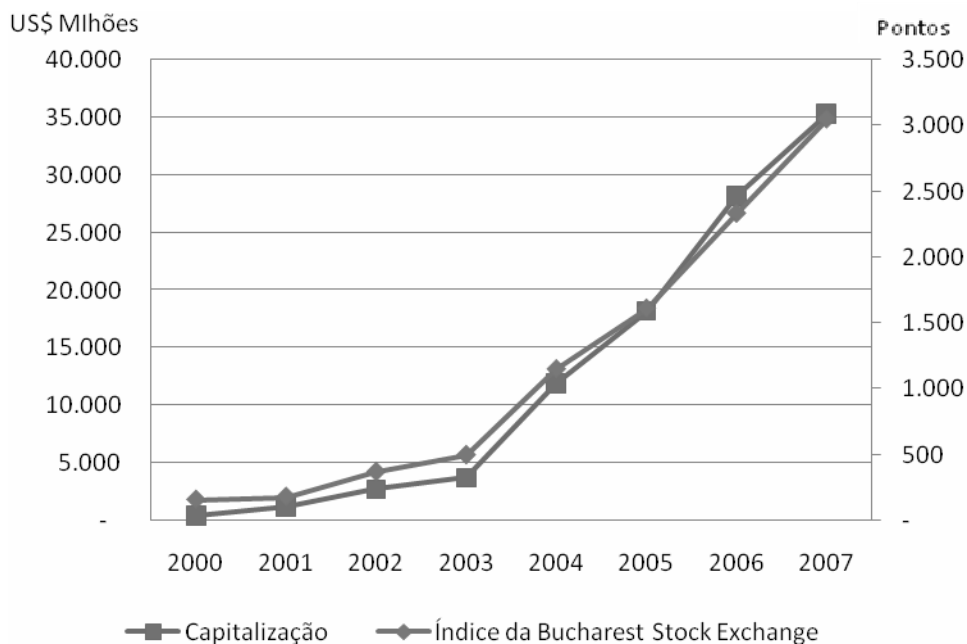


Gráfico 20: Capitalização e Índice da Bucharest Stock Exchange

Fonte: Bucharest Stock Exchange e Federation of Euro-Asian Stock Exchange: Elaboração Própria.

Esta intensificação que ocorreu com a capitalização e com o índice do mercado romeno em 2003 também foi verificada nas compras de ações por estrangeiros, porém, em 2004, ano do recebimento do grau pela Fitch. O gráfico abaixo mostra o volume de compras efetuadas por estrangeiros na bolsa romena, verifica-se que nos anos do recebimento do grau (2004 e 2005) os estrangeiros aportaram maciçamente seus recursos na bolsa local aumentando as compras em 121% em 2004 e 198% em 2005. Em 2003 investidores estrangeiros compraram na Bucharest Stock Exchange 112 milhões de dólares, ao final de 2005 este valor passou para 747 milhões. Estes dados levam a crer que o Grau de Investimento pode ter contribuído a intensificar um movimento já existente no mercado acionário romeno.

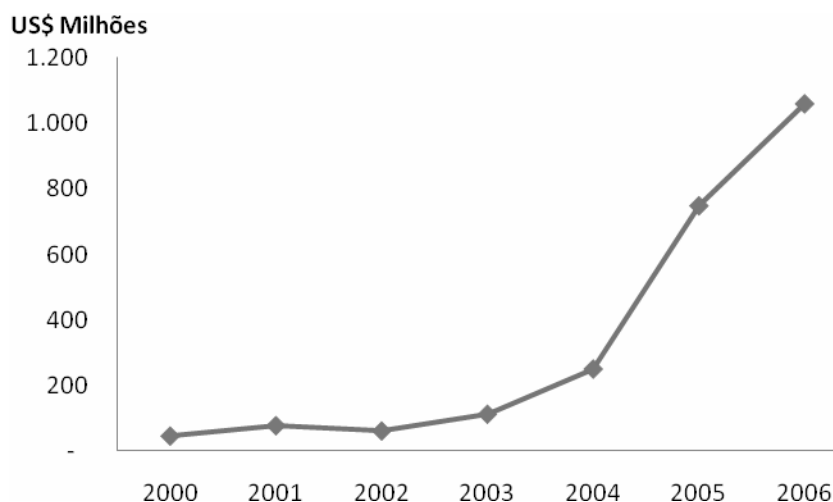


Gráfico 21: Compras efetuadas por estrangeiros na bolsa romena de 2000 a 2006
 Fonte: Bucharest Stock Exchange: Elaboração Própria.

5.1.5 Índia

A Índia teve sua nota elevada para Grau de Investimento pela Fitch em agosto de 2006 e pela S&P em janeiro de 2007. O mercado indiano já vinha crescendo, porém, o primeiro ano após o recebimento do grau foi de longe o que apresentou os melhores resultados para a National Stock Exchange of India (NSE). O índice da bolsa indiana S&P CNX 500 mostrou valorização de 62% em 2007, valor bem acima da média de crescimento dos últimos cinco anos que foi de 26%. A capitalização da NSE em 2007 cresceu 114% passando de 774 bilhões de dólares para 1,6 trilhões. O Gráfico 21 deixa bem clara a evolução destas duas variáveis. O número de companhias listadas na bolsa indiana também se mostrou crescente, porém sem tanta expressão. E a obtenção do grau ainda é relativamente recente para ter impactado nesta variável.

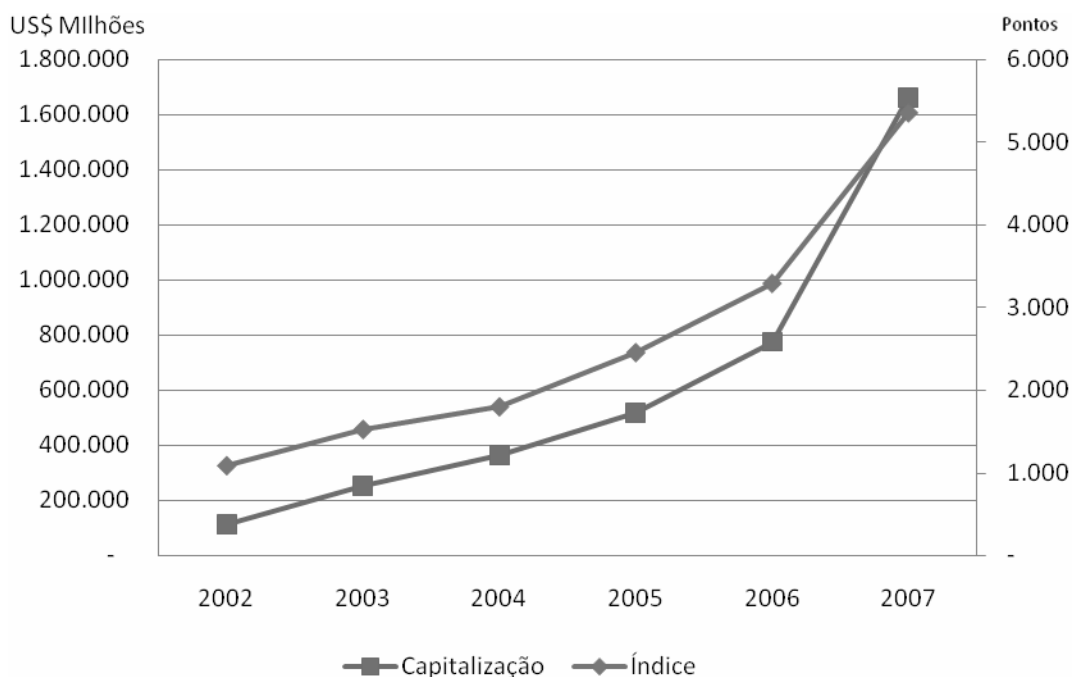


Gráfico 22: Capitalização e Índice de NSE
 Fonte: World Federation of Exchange; Elaboração Própria.

5.1.6 Peru

A Bolsa de Valores de Lima (BVL) também passou por bons momentos nos últimos anos. A capitalização de mercado da bolsa peruana passou de 11,4 bilhões de dólares em 2002 para 69,3 bilhões em 2007, neste mesmo período o Índice Geral de Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) passou de 1300 pontos para 17500 pontos. Porém, o número de empresas listadas na bolsa peruana diminuiu: eram 230 em 2002 e 226 em 2007.

Mesmo com um crescente mercado financeiro, o Peru não contava com o grau de investimento. As agências elevaram a nota peruana para BBB-, primeira nota dentro do grau em meados de 2008. A Fitch elevou a nota peruana em abril e a S&P em Julho. O IGBVL marcava 17350 pontos em março de 2008, valor praticamente igual em abril, depois do recebimento do grau, em julho já marcava 13367 pontos e em outubro já está abaixo dos 6000 pontos. Um processo muito semelhante ocorreu com a capitalização, estas duas variáveis estão no gráfico abaixo. Um fator muito mais relevante impactou nos mercados

financeiros internacionais a partir de meados de 2008 que foi a deflagração da crise do subprime norte-americana. Estas quedas no mercado peruano foram certamente efeitos da crise. Um tópico mais adiante tratará mais de perto a relação entre as classificações de risco e as crises econômicas e financeiras.

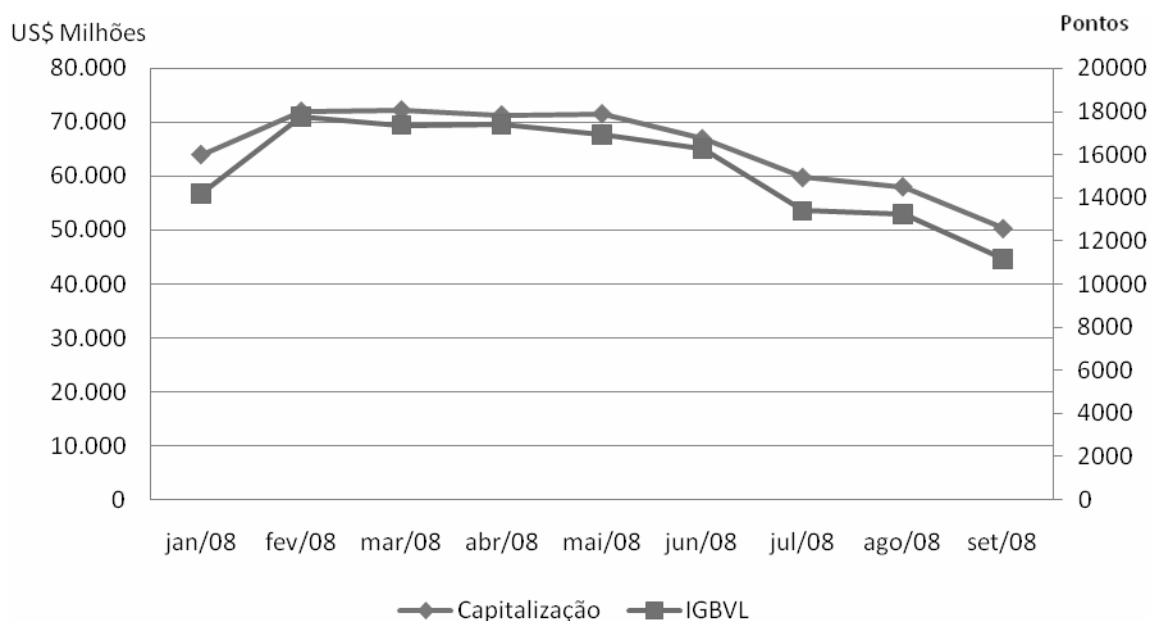


Gráfico 23: Capitalização e Índice da BVL
 Fonte: Bloomberg e World Federation of Exchange: Elaboração Própria.

5.2 O Impacto do Grau de Investimento no Brasil

O Brasil recebeu o Grau de Investimento no mesmo período que o Peru, mas foi a S&P que concedeu primeiro. Em abril de 2008 o Brasil recebeu o grau pela S&P e em maio pela Fitch. O Índice Bovespa cresceu durante cinco anos seguidos passando de 11268 pontos em 2002 e fechou 2007 com 63886 pontos; a capitalização de mercado brasileira era de 121 bilhões de dólares em 2002 e fechou 2007 com mais de 1,3 trilhões de dólares. Tanto o Ibovespa quanto a capitalização de mercado reduziram após o recebimento do grau como mostra o gráfico a seguir.

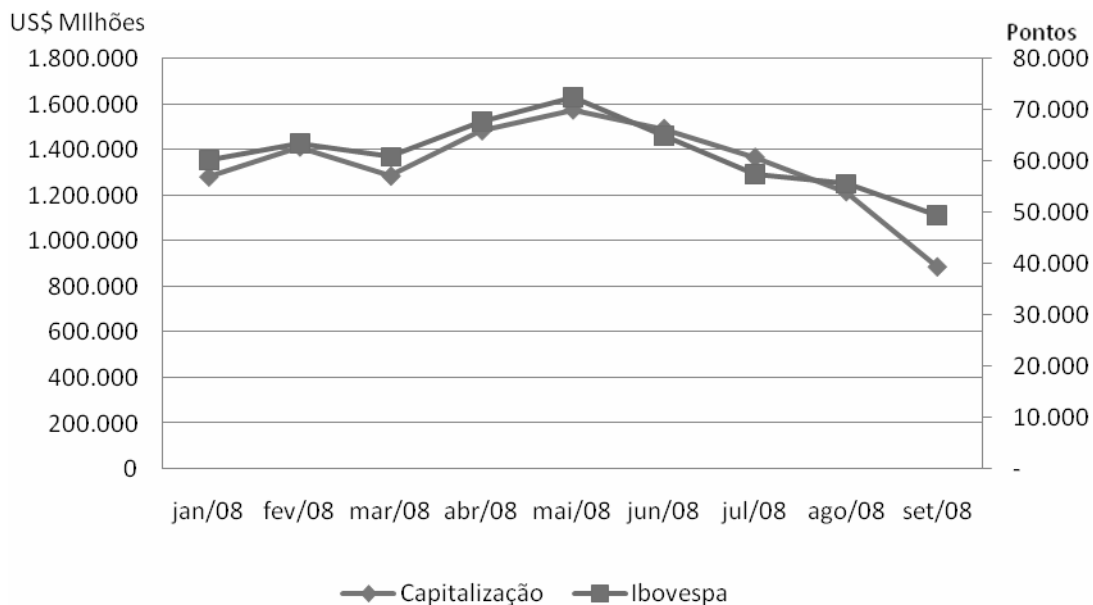


Gráfico 24: Capitalização e Índice da Bovespa
 Fonte: Bovespa e World Federation of Exchange: Elaboração Própria.

Uma das maiores expectativas dos analistas ao receber o grau era a entrada de recursos externos no país como mostrou no início do trabalho Godoy e Dávilla. O Movimento que se viu foi exatamente o oposto como mostra o fluxo de investimentos estrangeiros da bolsa no gráfico abaixo.

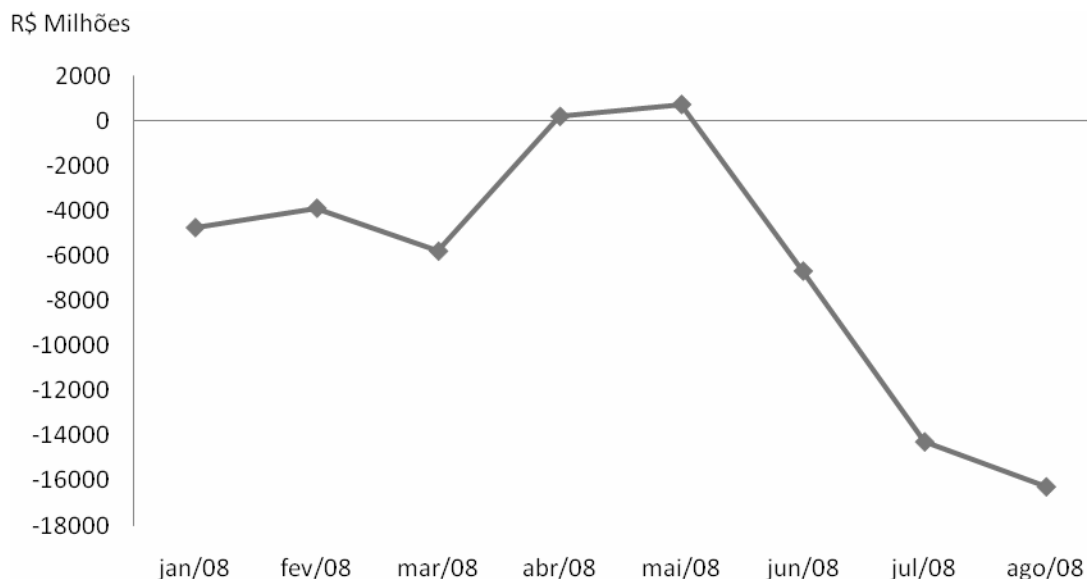


Gráfico 25: Fluxo Acumulado de Investimento Estrangeiro em Ações na Bovespa
 Fonte: Bovespa: Elaboração Própria.

Os movimentos negativos observados na bolsa brasileira após o recebimento do Grau de Investimento também foram provocados pela deflagração de uma grande crise econômica

nos Estados Unidos, o que acarretou saída de investidores externos e conseqüente baixa nos índices, na capitalização de mercado, além de modificar todas as expectativas futuras para o mercado acionário brasileiro. Se, por um lado, receber o grau de investimento nas vésperas de uma crise econômica não vai servir para intensificação do crescimento do mercado de capitais brasileiro como ocorreu em outros países, por outro, pode amenizar a fuga de capitais que a crise provocou ou atrair capital externo quando investidores internacionais procurarem novamente mercados emergentes como destino de seus recursos.

5.3 As Classificações de Risco e as Crises

O momento de uma crise financeira é uma oportunidade para avaliar a eficácia das classificações de risco, durante uma crise as empresas e governos arrecadam menos e conseqüentemente se tornam mais frágeis financeiramente, acarretando na redução da probabilidade de pagamento de suas dívidas.

Sendo o objetivo das agências de rating informar aos investidores sobre a qualidade dos ativos financeiros internacionais, as agências são bastante criticadas em momentos de crise por não baixar as notas na iminência de uma crise. Como mostra Bone (2004, p.8) “as agências de rating não tem proporcionado informações preventivas às crises, mas sim reagindo posteriormente à crise, e, por este motivo, classificado pela lógica causa-efeito.”

Este movimento de causa (crise) e efeito (downgrade) poderá se repetir no caso da crise do sub-prime norte-americana iniciada em meados de 2007 e agravada em meados de 2008. Os prováveis downgrades terão como alvo principal as empresas norte-americanas que geraram a crise. Isto não significa necessariamente, que os efeitos causados pela crise americana no mercado de capitais brasileiro trarão downgrades ao rating soberano nacional. Isto provavelmente ocorrerá somente se as autoridades brasileiras anunciarem modificações na estrutura fiscal que acarrete queda da liquidez de curto prazo para o governo.

Porém, saindo o Brasil da crise sem sofrer fortes impactos na economia nacional e conseqüentemente nas contas do governo, as agências podem, além de manter o Grau de Investimento, ainda elevar mais a nota brasileira.

É certo que a crise provocou efeitos no mercado de capitais brasileiro que vão de encontro às expectativas após a obtenção do Grau de Investimento. Estando o Brasil com o grau num momento de retorno de capitais estrangeiros aos mercados de capitais de países emergentes, certamente o grau é um diferencial na atratividade de recursos externos.

CAPÍTULO VI CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O mercado de capitais brasileiro está se desenvolvendo e superando os obstáculos estruturais da economia nacional, este desenvolvimento está aos poucos levando crescimento para a estrutura econômica do Brasil. Existem mais empresas se capitalizando via abertura de capital e existem mais investidores pessoas físicas utilizando a renda variável como opção de investimento.

Principalmente após a abertura econômica ocorrida nos anos 90, os investidores internacionais estão detendo uma maior parcela do mercado brasileiro. Investidores internacionais aportaram seus recursos de forma mais intensa a partir de 2004 e são responsáveis por quase 40% dos negócios da Bovespa de janeiro a junho de 2008. Nas Ofertas Públicas Iniciais do ano de 2007 os estrangeiros compraram mais de 70% dos papéis, caracterizando que o desenvolvimento do mercado de ações doméstico está intimamente ligado ao capital internacional.

As agências de risco Standard and Poor's, Moody's e Fitch, portanto, ocupam um importante papel no mercado financeiro internacional tendo influência sobre a percepção de muitos investidores internacionais. As agências avaliam a qualidade do crédito de empresas, instituições financeiras e governos soberanos.

Para avaliação de governos soberanos são utilizadas muitas variáveis e cada agência possui metodologia própria. O Brasil começou a ser qualificado na escala das agências em 1994 e desde então algumas variáveis macroeconômicas mostraram possuir alguma relação com as subidas e descidas na avaliação do crédito brasileiro. A variação percentual do PIB anual, o PIB per capita, a inflação e a dívida externa foram variáveis importantes que podem ter influenciado as agências para elevar ou baixar a nota brasileira. Já a balança externa e o superávit primário tiveram pouca influência sobre as agências ao avaliar o crédito soberano brasileiro.

No quadro mostrado de notas das agências verifica-se que as notas se dividem em dois graus, o grau especulativo e o grau de investimento. Notas que indicam fraca qualidade no cumprimento de obrigações financeiras são classificadas como grau especulativo, notas com boa qualidade são consideradas Grau de Investimento. Foi justamente a primeira nota situada no grau de investimento que tanto a S&P quanto a Fitch classificaram o Brasil no meio de 2008.

A mudança de grau, mais do que a mudança de nota é muito bem vista por investidores internacionais. Atualmente, treze países são classificados pelas três agências com notas ligeiramente superiores a nota mínima para o Grau de Investimento, são eles: África do Sul, Bulgária, Cazaquistão, Croácia, Hungria, Índia, Islândia, Letônia, México, Romênia, Rússia, Tailândia e Tunísia. O Brasil e o Peru são considerados Grau de Investimento somente por duas das três agências.

Alguns destes países receberam o grau de investimento já há vários anos, outros sempre foram classificados como grau de investimento, porém foram sofrendo quedas nas notas e hoje tem notas ligeiramente superiores ao grau, outros ainda receberam o grau de investimento a menos de 6 anos. O mercado de capitais deste conjunto de países que recebeu grau há pouco tempo merece ser observado mais de perto.

Depois de receber o grau de investimento em 2002, o México viu seu mercado acionário se desenvolver consideravelmente nos anos seguintes. Tanto em número de companhias listadas na bolsa mexicana, quanto a capitalização do mercado e altas no índice IPC-BVM. A Bulgária e o Cazaquistão conquistaram o grau dois anos depois e movimento semelhante ao mexicano ocorreu nos mercados destes países. Na Romênia e na Índia, a obtenção do grau de investimento veio a corroborar movimentos de altas que já vinham ocorrendo. A Romênia recebeu o grau em 2004 e 2005, cada agência concedeu o grau em um ano diferente. O mesmo ocorreu com a Índia, porém, o grau veio em 2006 e 2007. Durante estes anos os dois mercados apresentaram bons resultados.

O Peru, juntamente com o Brasil recebeu o grau no início de uma grave crise econômica. E como não poderia ser diferente, seus mercados recuaram bastante mesmo com o selo de bom pagador. Uma crise econômica e financeira pode ser uma boa oportunidade para avaliar a eficácia dos ratings. Segundo o movimento de causa-efeito descrito por Bone (2004) pode-se esperar quedas nas notas de empresas e governos afetados pela crise instaurada. Porém, o grau de investimento pode contribuir para amenizar a fuga de capitais internacionais derivada da crise das bolsas de países emergentes. Por outro lado, o Brasil pode até receber outras altas na qualidade de crédito, se continuar mostrando bons resultados macroeconômicos.

É evidente que não foi só o grau que influenciou todos estes movimentos nas bolsas mundiais. Muitos outros fatores contribuíram para estes movimentos como o bom momento que viveu a economia mundial nos últimos anos, o crescimento das empresas, e o próprio desenvolvimento de vários mercados de capitais por todo mundo. O que fica claro é que o grau de investimento não tem objetivo de reverter nenhuma tendência baixista nas bolsas

mundiais, ele serve mais para corroborar as tendências positivistas que estão se instaurando em determinados mercados acionários. O selo grau de investimento por si só não leva uma gama de investidores a tomarem suas decisões, mas sim, confirma a opção de investimento já indicada anteriormente por outros fatores e análises.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. Quarta Edição São Paulo: Editora Atlas S.A., 2001

AZENHA, Luiz Carlos. **Grau de Investimento: quem dá a nota para as empresas que nos dão nota?** Disponível em: <www.viomundo.com.br>. Acesso em: 23 fev. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. <www.bcb.gov.br>. Acesso em: julho a outubro de 2008.

BLOOMBERG. <www.bloomberg.com>. Acesso em: setembro e outubro de 2008.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. <www.bovespa.com.br>. Acesso em: julho a outubro de 2008.

BOLSA MEXICANA DE VALORES. <www.bvm.com.mx>. Acesso em setembro e outubro de 2008.

BONE, Rosemarie Bröker. **Análise crítica dos fundamentos dos ratings soberanos: o caso da Argentina**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2004.

BURSA DE VALORI BUCURESTI. <www.bvb.ro>. Acesso em: setembro e outubro de 2008.

CANTOR, Richard; PACKER, Frank. **Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings**. New York: Federal Reserve, 1996.

FEDERATION OF EURO-ASIAN STOCK EXCHANGES. <www.feas.org>. Acesso em: agosto a outubro de 2008.

FITCH RATINGS. **Fitch - Complete Sovereign Rating History**. New York, 2006.

FITCH RATINGS. **Fitch Sovereign Ratings: Rating Methodology**. New York, 2002.

FITCH RATINGS. <www.fitchratings.com>. Acesso em: março a outubro de 2008.

FONSECA, Roberto Giannetti da. **Memórias de um Trader**. São Paulo: Thomson, 2002.

FREIRE, Vinicius Torres. Melhor, apesar delas. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B4. 01 Mai 2008.

GODOY, Denyse; DÁVILLA, Sérgio. País é promovido a grau de investimento. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B1. 01 Mai 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. <www.ibge.gov.br>. Acesso em: setembro de 2008.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. <www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: julho a outubro de 2008.

KAHIL, Gustavo. **Fitch Ratings eleva classificação do Brasil para grau de investimento**. Disponível em: <www.infomoney.com.br>. Acesso em: 29 maio 2008.

LESKO, Greg. Nova é merecida, mas surpreende. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B3. 01 Mai 2008.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Moody's Rating Symbols & Definitions**. New York, 2008.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. <www.moody's.com>. Acesso em: março a outubro de 2008.

NEYHAYASHI, Juliana Sofia. País entra no clube dos mais sérios diz Mantega. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B5. 01 Mai 2008.

STANDARD AND POOR'S. **Critérios – Comentários: Rating de Crédito Soberano: Principais Conceitos**. New York, 2004.

STANDARD AND POOR'S. **Sovereig Ratings History since 1975**. New York, 2007.

STANDARD AND POOR'S. <www.standardandpoors.com>. Acesso em: março a outubro de 2008.

VIEIRA, Fabrício. Melhora da nota faz bolsa ter a maior alta em cinco anos. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B3. 01 Mai 2008.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. <www.world-exchanges.org>. Acesso em: julho a outubro de 2008.