

Jadna Sônia Marcos

**AGÊNCIA DE RATING, SISTEMA FINANCEIRO  
INTERNACIONAL E O CASO DO RISCO SOBERANO DO  
BRASIL DE 2002 A 2013**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina para a obtenção do Grau de Mestre em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Seabra  
Coorientadora: Profa. Dra. Patrícia F. F. Arienti

Florianópolis – SC  
2014

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,  
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Marcos, Jadna Sônia

Agência de Rating, Sistema Financeiro Internacional e o caso do risco soberano do Brasil de 2002 a 2013 / Jadna Sônia Marcos ; orientador, Fernando Seabra ; coorientadora, Patrícia Fonseca Ferreira Arienti. - Florianópolis, SC, 2014. 113 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico. Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais.

Inclui referências

1. Relações Internacionais. 2. Agências de Classificação de Risco. 3. Rating soberano do Brasil. 4. Sistema Financeiro Internacional. I. Seabra, Fernando. II. Fonseca Ferreira Arienti, Patrícia. III. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais. IV. Título.

Jadna Sônia Marcos

**AGÊNCIA DE RATING, SISTEMA FINANCEIRO  
INTERNACIONAL E O CASO DO RISCO SOBERANO DO  
BRASIL DE 2002 A 2013**

Esta Dissertação foi julgada adequada para obtenção do Título de **Mestra em Relações Internacionais**, e aprovada pelo **Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais** da Universidade Federal de Santa Catarina.

Florianópolis, 11 de dezembro de 2014.

---

Profa. Dra. Mónica Salomón  
Coordenadora do PPGRI

**Banca Examinadora:**

---

Prof. Dr. Fernando Seabra  
Orientador  
Universidade Federal de Santa Catarina

---

Profa. Dra. Patrícia Fonseca Ferreira Arienti  
Coorientadora  
Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Dr. Hoyêdo Nunes Lins  
Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Dr. Mohamed Amal  
Membro Externo  
Fundação Universidade Regional de Blumenau



Aos meus amados avós, pais, irmãs e  
ao meu querido Maurílio.



## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus pela força e perseverança que Ele me dá.

À minha família, meus agradecimentos são eternos. Ao meu pai, Acácio, minha mãe, Sônia, e meus avós, Tiago e Geny, agradeço pelo que mais tenho de precioso: a família e o amor.

Agradeço as minhas irmãs Janaína, Jaqueline e Jeane pelo apoio e ombro amigo nos momentos difíceis e pelas risadas em muitos outros. À Brigitte, pois seu amor e fidelidade são gratuitos e incomensuráveis.

Agradecimento especial eu dedico aos meus sobrinhos Miguel e Sebastian, pois neles vejo a esperança de mundo muito melhor do que o descrito nesta dissertação.

A meu amor Maurílio agradeço imensamente, pois sem ele eu realmente não teria conseguido.

Meus agradecimentos à Elisabeth Brüning Schmitt e Maurílio Schmitt pelo apoio durante todo esse processo.

À Camila, Samoel e Rafael pelas boas energias oferecidas.

À Profa. Patrícia F.F. Arienti, minha coorientadora, que com seus livros me pôs no caminho certo. Ao Prof. Fernando Seabra agradeço pelos muitos momentos juntos no LabTrans e pela orientação. Aos professores Hoyêdo Nunes Lins e Mohamed Amal pela disponibilidade de participar da minha banca.

Ao Laboratório de Transporte e Logística agradeço pela bolsa de extensão, assim como, a Capes, nos poucos meses em que fui beneficiária.





## CAMINHAR

Caminhar,  
andar,  
Viajar.

A vida – via, viagem.  
(Perí-odo.)  
Passagem.  
Caminhar pela vida e pela morte.  
Se possível  
sem chorar.

Andar peripateticamente.  
Caminhar filosoficamente.

Passear,  
perambular  
pelos campos,  
subir serras,  
descer montes,  
passar vales.  
Em meio à Natureza.  
Espairecendo.

Vaguear.  
Vagar.  
Devagar.  
Divagar.  
Vagar muito.  
Vagar mundo.

Caminhar  
na chuva,  
ao sol,  
ao vento,  
ao frio,  
sob as nuvens,  
à breve luz noturna.

Fundamentalmente caminhar,  
como amar.

Caminhar com seu sorriso.  
Caminhar com seu suspiro.

Caminhar é preciso,  
sobre as águas, se possível,  
ou navegar – navegar é preciso.

Caminhar juntos,  
de mãos dadas. (Sín-odo.)  
Caminhar só.  
Caminhar – de leve,  
carregando seu fardo – pesado.  
Caminhar, ajudando os outros a  
carregarem seus fardos.

Caminhar com seu bordão,  
caminhar com seu princípio,  
com a reta intensão. (Mét-odo.)

Caminhar no rumo certo,  
na treva  
ao encontro da alvorada.

Caminhar de olhos abertos,  
vendo  
admirando.  
Caminhar de olhos baixos,  
dentro de si,  
meditando,  
assimilando.

Caminhar de experiência em  
experiência com os  
acontecimentos.

Caminhar por sendas novas  
e por antigas sendas  
do Pensamento Universal.

Caminhar.  
Andar.  
Passear.  
Não correr.  
Não cair.

Caminhar, descalço ou calçado  
sempre em frente.

Caminhar o bom pedaço  
e o mau pedaço da estrada  
equanimemente,  
na certeza da vitória,  
do encontro,  
da chegada.

**Martinho Brüning**  
Outros Poemas – 1990

## RESUMO

As Agências de Classificação de Risco (ACRs) são importantes atores do Sistema Financeiro Internacional, fornecendo informações sobre o risco de crédito de emissores e mutuários, públicos e privados, nacionais e internacionais. As ACRs exercem autoridade nos mercados financeiros através de seus *ratings* sobre o risco de crédito, podendo pressionar até mesmo Estados com possíveis rebaixamentos de *ratings*. Para os Estados interessa seu o *rating* específico, chamado de *rating* soberano. O *rating* soberano pode ser uma informação positiva ou negativa para os Estados que buscam tomar empréstimos de investidores internacionais. Dentro desse contexto, a relação entre o Brasil e as ACRs não é desprezível, principalmente na última década, quando o *rating* soberano do Brasil alcançou um patamar histórico. Dessa forma, este estudo busca demonstrar a influência das mudanças do *rating* soberano brasileiro nos títulos desse país de 2002 a 2013, além de analisar o papel das ACRs nos mercados financeiros e seus argumentos para rebaixamentos e elevações do *rating* soberano do Brasil, influenciando a autonomia do Estado. De forma mais concreta foram analisados o título de renda fixa da dívida externa brasileira Global 2040 e o Ibovespa, representando o comportamento do mercado de ações. Adicionalmente, o EMBI+Br também foi analisado. A hipótese central do trabalho é que um anúncio de *rating* possui influência no rendimento dos ativos escolhidos, de acordo com a relação risco-retorno. Para alcançar o objetivo principal foi utilizada uma abordagem de curtíssimo prazo e a metodologia de estudo de eventos. A partir dessas análises, observou-se que houve influência dos anúncios positivos e negativos do *rating* soberano no rendimento do título Global 2040 e no EMBI+Br e nos pontos do Ibovespa, sendo os períodos mais relevantes o primeiro *downgrade* de 2002 e a elevação para grau de investimento em 2008, mostrando que há interferência na autonomia do Estado brasileiro pelas ACRs.

**Palavras-chave:** Agências de Classificação de Risco. Rating soberano do Brasil. Global 2040. Ibovespa. EMBI+Br.



## ABSTRACT

The Credit Rating Agencies (CRAs) are important actors in the International Financial System, providing information about the credit risk of public and private, national and international issuers and borrowers. The CRAs exert authority in securities market through its ratings on the credit risk markets that could push even States' rating downgrades. The rating of States is called the sovereign rating. The sovereign rating can be positive or negative information for States seeking to borrow from international investors. Within this context, the relationship between Brazil and CRAs is not negligible, especially in the last decade, when the sovereign rating of Brazil reached a record level. Thus, this study seeks to demonstrate the influence of the Brazilian sovereign rating changes in the securities of that country from 2002 to 2013, in addition to examining the role of CRAs in the financial markets and their arguments for upgrades and downgrades the sovereign rating of Brazil. More specifically, the fixed income security of the Brazilian foreign debt Global 2040 and the Ibovespa were analyzed, the last representing the behavior of the stock market. Additionally, the EMBI+Br was also analyzed. The central hypothesis of this study is that rating has influence on the performance of selected assets, according to the risk-return relationship. To achieve the main objective was used short-term approach and the methodology of event study. From these analyzes, it was observed that there were positive and negative influence of the sovereign rating announcements on the yield of the Global 2040 title and the EMBI+Br and in the Ibovespa points in the relevant periods over the first downgrade of 2002 and the rise to investment grade in 2008.

**Keywords:** Credit Rating Agencies. Brazil's sovereign rating. Global 2040. Ibovespa. EMBI+Br.



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Aspectos relevantes para o desenvolvimento do estudo .....	29
Figura 2 – Metodologia de análise do estudo empírico.....	31
Figura 3 - Framework da metodologia do rating soberano .....	57
Figura 4 - Metodologia do rating soberano da Fitch Ratings .....	65
Figura 5 - Evolução do rating soberano do Brasil.....	70
Figura 6 - Etapas da metodologia de Estudo de Eventos .....	86
Figura 7 - Global 2040 em pontos-base 2002-2013 .....	89
Figura 8 - Ibovespa em pontos 2002-2013 .....	93
Figura 9 - EMBI+Br em pontos-base de 2002-2013 .....	97





## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Resumo das mudanças de regime nos aspectos monetários, de comércio e fluxos de investimentos.....	47
Quadro 2 - Fatores-chaves do rating soberano e seus respectivos scores .....	56
Quadro 3 - Fatores-chaves, subfatores e indicadores da metodologia do rating soberano da Moody's.....	61
Quadro 4 - Formas de Eficiência de Mercado.....	87



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Ratings Soberanos do Brasil (2002-2013) .....	69
Tabela 2 - Correspondência entre as notações de rating e a escala numérica.....	71
Tabela 3 - Anúncios de rating soberano estudados .....	85
Tabela 4 - Comportamento do spread do título Global 2040 (D-1, D, D+1) .....	90
Tabela 5 – Taxas de crescimento médias anormais e normais diárias do spread do Global 2040 frente à mudança no rating soberano do Brasil	91
Tabela 6 - Comportamento Ibovespa frente aos anúncios de rating (D-1, D, D+1) .....	94
Tabela 7 - Taxas de crescimento médias normal e anormal diárias do Ibovespa frente à mudança no rating soberano do Brasil.....	95
Tabela 8 - Comportamento do spread soberano do EMBI+Br (D-1, D, D+1) .....	98
Tabela 9 – Taxas de crescimento médias anormais e normais diárias do spread do EMBI+Br frente a mudança no rating soberano do Brasil....	99



## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ACR – Agência de Classificação de Risco  
BIRD – Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento  
CDS – Credit Default Swaps  
CVM – Comissão de Valores Mobiliários  
EKN – Embedded Knowledge Networks  
EMBI+Br – Emerging Markets Bond Index Plus Brazil  
EPI – Economia Política Internacional  
EUA – Estados Unidos da América  
Fed – Federal Reserve Bank  
FFIEC - Federal Financial Institutions Examination Council  
FMI – Fundo Monetário Internacional  
GATT – Acordo Geral de Tarifas e Comércio  
ICU – International Clearing Union  
IDE – Investimento Direto Estrangeiro  
IOSCO - International Organization of Securities Commissions  
NRSRO - Nationally Recognized Statistical Rating Organizations  
ONG – Organização não Governamental  
SEC - U.S. Securities and Exchange Commission  
SFI - Sistema Financeiro Internacional



## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>25</b>
1.1 OBJETIVO GERAL .....	27
1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	27
1.3 JUSTIFICATIVA .....	28
1.4 METODOLOGIA .....	28
1.5 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO.....	32
<b>2 OS ATORES DO SISTEMA DA GLOBALIZAÇÃO: O PODER DAS FINANÇAS GLOBAIS .....</b>	<b>33</b>
2.1 SISTEMA DE BRETTON WOODS .....	34
2.2 INTERDEPENDÊNCIA.....	38
2.3 GLOBALIZAÇÃO .....	40
2.3.1 <i>Os países em desenvolvimento no sistema da Globalização</i> .....	41
2.3.2 <i>As Agências de Classificação de Risco no sistema da Globalização</i> .....	43
2.4 CONCLUSÕES .....	46
<b>3 AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO: PAPEL, HISTÓRIA E METODOLOGIA.....</b>	<b>49</b>
3.1 O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO NO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL .....	49
3.2 HISTÓRIA E METODOLOGIA DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO.....	53
3.3 STANDARD & POOR'S .....	54
3.3.1 <i>Metodologia do rating soberano</i> .....	55
3.3.2 <i>Grade de notas do rating soberano</i> .....	57
3.4 MOODY'S INVESTORS SERVICE .....	59
3.4.1 <i>Metodologia do rating soberano</i> .....	60
3.4.2 <i>Grades de notas do rating soberano</i> .....	62
3.5 FITCH RATINGS .....	63
3.5.1 <i>Metodologia do rating soberano</i> .....	63
3.5.2 <i>Grades de notas do rating soberano</i> .....	66
<b>4 O RATING SOBERANO DO BRASIL DE 2002 A 2013 .....</b>	<b>69</b>
4.1 PERÍODO DE REBAIXAMENTOS NO RATING SOBERANO DO BRASIL (2002-2003).....	71
4.2 PERÍODO DE MELHORIA DO RATING SOBERANO DO BRASIL (2004-2007) .....	73

4.3 PERÍODO DO GRAU DE INVESTIMENTO (2008-2013) .....	77
<b>5 A INFLUÊNCIA DO RATING SOBERANO NOS TÍTULOS BRASILEIROS .....</b>	<b>81</b>
5.1 REVISÃO DE ESTUDOS ANTERIORES SOBRE A INFLUÊNCIA DE RATINGS SOBERANOS EM TÍTULOS FINANCEIROS.....	81
5.2 A INFLUÊNCIA DO RATING SOBERANO NOS TÍTULOS BRASILEIROS E NO EMBI+BR (2002 - 2013).....	83
5.2.1 <i>Título de renda fixa Global 2040</i> .....	89
5.2.2 <i>Ibovespa</i> .....	92
5.2.3 <i>EMBI+Br</i> .....	96
5.3 CONCLUSÕES DO ESTUDO .....	100
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>101</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>105</b>



## 1 INTRODUÇÃO

A integração dos mercados financeiros em escala global ampliou a mobilidade de capitais através das fronteiras nacionais, levando o investimento internacional a níveis extremamente elevados. (FRIEDEN, 1991). Nesse contexto, os fluxos financeiros transnacionais se tornaram importantes fatores de estabilização e desestabilização para os Estados nacionais e seus respectivos balanços de pagamentos.

Os Estados com déficits no balanço de pagamentos buscam nos mercados financeiros internacionais empréstimos, financiamentos e investimentos que resultem na compensação da situação deficitária em transações correntes. Quanto maior a liquidez que há à disposição dos Estados, por mais tempo se poderá adiar o ajuste do seu balanço de pagamentos. (COHEN, 2004)

Contudo, essa estratégia de endividamento dos Estados impacta sua autonomia política, além do comprometimento financeiro. Segundo Cohen (2004), a autonomia está relacionada com a capacidade de exercer a independência política, ou seja, seguir os objetivos nacionais com pouca interferência externa. Ao longo dos últimos 40 anos, a autonomia dos Estados têm experimentado contínuas interferências, devido às estratégias de endividamento, especialmente de países em desenvolvimento, demonstrando o acirramento das disputas pelo poder entre o mercado e o Estado.

Neste contexto de ampliação dos fluxos financeiros internacionais, sejam esses na forma de investimentos ou de financiamentos e empréstimos, e sob o clima de incertezas, a demanda por informações relativas aos diferentes mutuários e emitentes de títulos passa a desempenhar um papel significativo. Muitas informações são fornecidas nas bolsas de valores pelas grandes corporações e pelos órgãos oficiais de governos e instituições internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial. Contudo, as informações produzidas pelas Agências de Classificação de Risco (ACRs) se tornaram ainda mais relevantes. (MARKOSKI; MOREIRA, 2010)

As ACRs possuem o importante papel no sistema financeiro internacional de reduzir a assimetria de informação, por meio de suas publicações sobre a qualidade do risco de crédito de diferentes títulos financeiros. Essas avaliações facilitam a certificação de risco de crédito, que são amplamente utilizadas pelos participantes do mercado financeiro e pelas autoridades de supervisão. (PENNARTZ; SNOEIJ, 2012).

As avaliações de risco de crédito se tornaram informações primordiais não apenas para os investidores internacionais e nacionais, mas também para os próprios emissores de títulos, pois a ausência do crivo das ACRs sobre a capacidade financeira do emissor pode significar dificuldades nas emissões de títulos e rendimentos maiores para compensar o risco. Especificamente, o *rating* de crédito (classificação do risco de crédito) diz respeito a uma avaliação da capacidade e disposição do emitente em pagar, no futuro, o capital e os juros de título emitido, nas condições e prazos pactuados. (AFONSO et al., 2012; YWATA, 2012)

Contudo, não são apenas as empresas privadas que recebem notações de *rating* de crédito sobre sua capacidade de pagamento, os Estados também são analisados pelas ACRs. Nesse caso, essas instituições privadas internacionais podem influenciar diretamente Estados nacionais e sua autonomia, por meio da avaliação da qualidade de crédito das obrigações emitidas, causando maior ou menor dificuldade na obtenção de empréstimos externos. Para um Estado com déficit no balanço de pagamentos, essa situação é preocupante. (YWATA, 2012)

Pelo lado de quem demanda oportunidades de investimento no setor financeiro, representado principalmente por investidores institucionais, a preferência é reduzir o grau de risco envolvido na operação, o que está associado com títulos com *rating* de crédito considerados grau de investimento, segundo a avaliação das ACRs. (CANTOR; PACKER, 1996)

O Brasil se insere em um desses Estados globalizados que obtiveram a classificação de grau de investimento, ou seja, atualmente, novembro de 2014, o Brasil é considerado como possuindo uma capacidade adequada de cumprir seus compromissos financeiros pelas ACRs Moody's, Fitch Ratings e Standard and Poor's.

Há várias ACRs e muitos bancos internacionais que também desempenham a função de avaliação e classificação do risco de crédito. Contudo, existem três principais ACRs, que são: Standard & Poor's, Moody's Investors Service e Fitch Ratings. Segundo Ismailescu e Kazemi (2010), apesar das três agências terem desenvolvido seus próprios sistemas de classificações de risco, há muitas similaridades nos conteúdos e nas metodologias adotadas.

Diante do contexto descrito acima, esta dissertação busca responder a uma questão ainda controversa: as mudanças no *rating* soberano do Brasil influenciam os rendimentos dos títulos financeiros brasileiros?

O estado da arte sobre o tema é ainda inconclusivo. Uma alternativa de tratar a influência de mudanças no *rating* é avaliar esse impacto a partir da análise de eventos de anúncios de *rating* específicos. O presente estudo adota essa metodologia e a aplicação ao caso brasileiro se concentra no período de 2002 a 2013.

O resultado esperado é que se consiga comprovar que um aumento no risco de crédito, a partir das mudanças no *rating* soberano, provoca um aumento no rendimento, quando se fala em títulos de renda fixa, e uma queda no preço, quando se fala em títulos de renda variável, ou seja, mantém-se a relação risco-retorno convencional. Portanto, do ponto de vista mais específico, serão analisados os efeitos de mudanças no *rating* do Brasil sobre o comportamento dos rendimentos do título de renda fixa público Global 2040, do EMBI+Br (*Emerging Markets Bond Index Plus Brazil*) e os pontos do Ibovespa perante as modificações no *rating* soberano do Brasil de 2002 a 2013.

## 1.1 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral desse estudo é identificar os efeitos das mudanças no *rating* soberano do Brasil nos títulos de renda fixa e renda variável de 2002 a 2013.

## 1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Os objetivos específicos são:

- Descrever a influência e o papel das ACRs no Sistema Financeiro Internacional;
- Analisar a metodologia de cálculo do *rating* soberano das principais ACRs e descrever a evolução recente destes indicadores para o caso brasileiro;
- Analisar os argumentos apresentados pelas ACRs para alterar o *rating* soberano do Brasil;
- Analisar a influência dos anúncios de mudança do *rating* soberano do Brasil nos rendimentos do título da dívida externa Global 2040 e EMBI+Br e nos pontos do Ibovespa.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

A justificativa para esta dissertação decorre, principalmente, da posição do Brasil no Sistema Financeiro Internacional como país emergente de renda média, que necessita de fluxos de capitais para equilibrar seu balanço de pagamentos e, portanto, vulnerável as decisões dos investidores institucionais e de outros atores desse sistema, como as ACRs, que influenciam esses investidores.

Assim, no século XXI, o Brasil tem buscado melhorar a sua credibilidade perante o SFI. A avaliação do risco de crédito de seus títulos é uma forma de alcançar esse objetivo. Pelo menos durante meia década, o governo Lula buscou melhorar seus indicadores econômicos para satisfazer os critérios das ACRs, até conseguir em 2008 o grau de investimento.

Por conseguinte, as ACRs se mostraram importantes para as decisões de política econômica do Brasil, pois exercem uma pressão externa com a possibilidade de rebaixamento do *rating* soberano, como ocorre atualmente (novembro de 2014). Dessa forma, interessa-se saber qual foi o efetivo impacto das mudanças de *rating* soberano sobre ativos financeiros brasileiros.

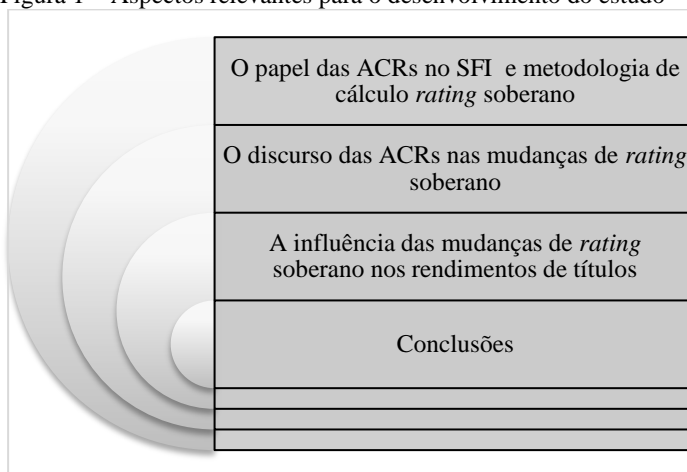
Vale ressaltar que há pouca literatura qualitativa sobre o tema no Brasil, principalmente, mas também fora do país. Os estudos se focam, excessivamente, no uso de econometria e muitas vezes ignoram os aspectos políticos.

Destaca-se também que a presente dissertação aborda uma importante relação na Economia Política Internacional, a relação entre o mercado e o Estado. Isso fica claro pelos principais atores trabalhados aqui, as ACRs e o Brasil.

### 1.4 METODOLOGIA

Esta seção apresenta brevemente a metodologia utilizada nos capítulos desta dissertação, que é aprofundada no capítulo empírico (capítulo 5). Primeiramente, deve-se indagar como alcançar conclusões minimamente defensáveis. Apenas o capítulo empírico dos eventos de *rating* não seria suficiente, pois não fornece informações qualitativas, que são relevantes. A Figura 1 mostra os capítulos relevantes para se alcançar uma conclusão válida.

Figura 1 – Aspectos relevantes para o desenvolvimento do estudo



Fonte: Elaboração própria (2014).

Os capítulos se inter-relacionam para formar a conclusão. Assim, primeiramente busca-se entender qual é o papel das ACRs e como elas exercem pressão sobre os Estados. Somente a partir desse capítulo se pode entender o discurso por trás dos anúncios de mudança no *rating* soberano.

As seções sobre a metodologia de cálculo do *rating* soberano das ACRs são importantes para entender os conceitos básicos sobre as classificações de risco de crédito, evidenciando os indicadores relevantes nas mudanças de *rating*. Os argumentos utilizados pelas ACRs para modificar o *rating* soberano do Brasil são fundamentais para entender, qualitativamente, as pressões e as recomendações das agências, relacionando com os demais capítulos.

O caso empírico estudado é apenas uma parte do trabalho. Assim, os capítulos qualitativos são relevantes para a formação de um estudo mais conclusivo e relevante. Por fim, a conclusão faz um apinhado do que se pode inferir de todos os capítulos.

Além dessa visão geral de como é a relação entre os capítulos, pretende-se nessa seção apresentar a metodologia utilizada no capítulo do estudo empírico, chamada de estudo de eventos. A análise da influência do *rating* soberano sobre os rendimentos de títulos se dará através de duas metodologias utilizadas na literatura específica:

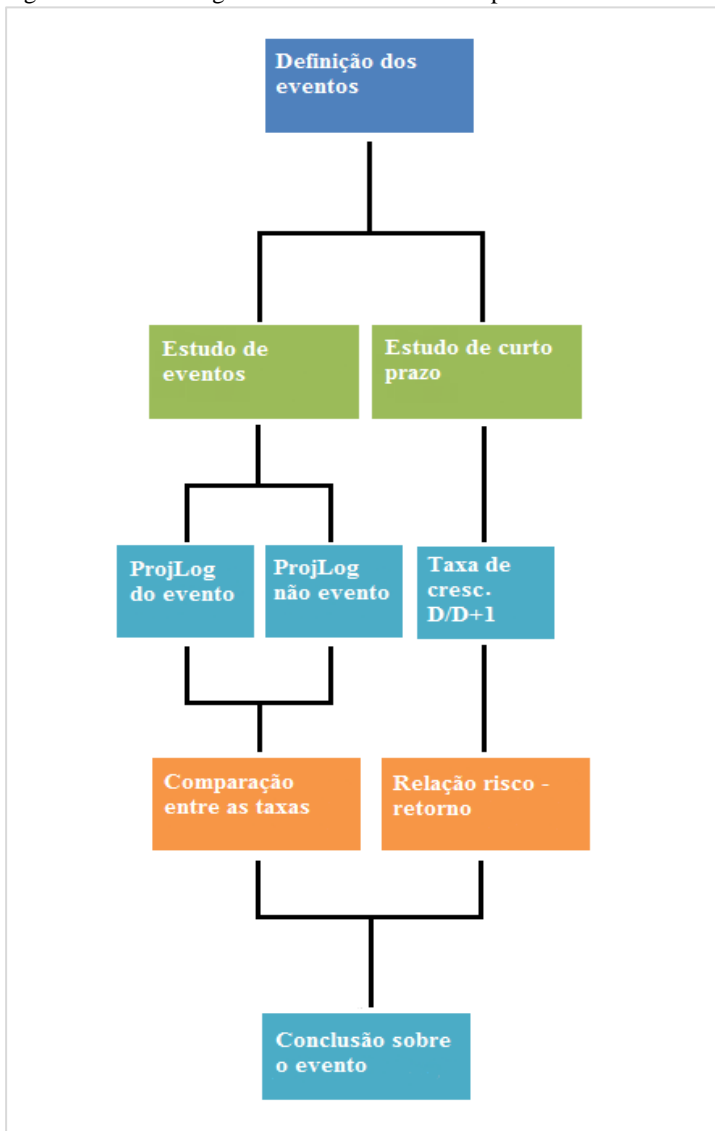
- Medição da resposta do rendimento em curtíssimo prazo;
- Estudo de eventos.

A primeira metodologia é apenas um indicativo inicial do comportamento dos retornos dos ativos. Especificamente, nessa metodologia se deve calcular a taxa de crescimento do retorno do dia pós-anúncio (D+1) em relação ao dia do anúncio (D), observando-se o que ocorreu no dia anterior ao anúncio (D-1). Essa primeira metodologia é simples e serve como um primeiro indicador da influência das mudanças do *rating* soberano sobre o rendimento de títulos. Contudo, é a metodologia de estudo de eventos a mais relevante.

A metodologia de estudo de eventos é um ramo da econometria, que tenta medir os efeitos de eventos econômicos no valor das empresas por meio da análise dos dados do mercado de ações, sendo esta sua utilização mais comum (BEVERLEY, 2007). O estudo de eventos também é utilizado em Finanças para avaliar a eficiência informacional do mercado de ações (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Especificamente, é preciso identificar o retorno normal (sem o evento) e o anormal (com o evento). A partir desses dados se realizam testes para verificar se houve influência das informações divulgadas.

A Figura 2 mostra a estrutura de análise do estudo empírico, utilizando as duas metodologias citadas acima, sendo que a metodologia de estudos de eventos é a que possibilita resultados mais conclusivos.

Figura 2 – Metodologia de análise do estudo empírico



Fonte: Elaboração própria (2014).

## 1.5 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO

A organização da dissertação se dá da seguinte forma. Primeiramente, é realizada uma breve contextualização do panorama atual do Sistema Financeiro Internacional. Assim, mostram-se os sistemas vigentes a partir de 1945, tendo como destaque o sistema atual da Globalização. No capítulo 3, faz-se um breve levantamento do papel das ACRs no SFI atual, evidenciando o poder transnacional das agências, mas também os constantes questionamentos sobre a utilidade de suas funções. Nesse capítulo, mostram-se também as metodologias e grades de notas das ACRs estudadas.

Os principais capítulos de análise são o capítulo 4, que trata dos argumentos das ACRs para rebaixar ou elevar as notações de *rating* soberano do Brasil, e o capítulo 5, que aborda a análise do comportamento do título Global 2040, Ibovespa e o EMBI+ perante os anúncios de rebaixo e elevação do *rating* soberano brasileiro. O capítulo de fechamento da dissertação busca trazer um panorama geral do que foi estudado e, principalmente, as conclusões alcançadas, levando-se em consideração que tais conclusões dizem respeito aos eventos estudados e não devem ser generalizadas.



## 2 OS ATORES DO SISTEMA DA GLOBALIZAÇÃO: O PODER DAS FINANÇAS GLOBAIS

No sistema da Globalização muitos conflitos erigem das relações público-privadas. Os Estados não são os únicos atores relevantes. À medida que a economia mundial se tornou mais globalizada, as empresas multinacionais, ONGs, investidores institucionais e outros estão desempenhando um papel relevante na política nacional e internacional.

A Economia Política Internacional (EPI) trata desses novos atores internacionais, indo além das concepções excessivamente centradas no Estado. Segundo Cohen (2008), os estudos das relações entre a busca pelo poder e a busca pela riqueza por diferentes atores internacionais é uma das características mais marcantes da EPI e está presente neste estudo.

Segundo Dupas (2004), os atores internacionais podem ser agrupados em três áreas principais:

- A área do capital – corporações, sistema financeiro, associações empresariais, acionistas e outros;
- A área da sociedade civil – indivíduos e organizações sociais não governamentais; e
- A área do Estado – executivo, legislativo, judiciário, partidos políticos e instituições internacionais.

Na área do capital, a mobilidade desse fator e a emergência do mercado internacional integrado criaram uma elite que controla os fluxos de capital financeiro e de informações, sendo os investidores institucionais representantes dessa elite financeira. (DUPAS, 2004)

Especificamente, os investidores institucionais compreendem as companhias de seguro, os fundos de pensão e fundos mútuos, relacionados com grandes bancos internacionais ou companhias de seguro. A influência dos investidores institucionais é bem ampla na economia de um país integrado ao Sistema Financeiro Internacional, já que é esse ator que toma as decisões de alocação dos recursos. (CHESNAIS, 2000)

Para se integrarem ao SFI, os Estados são impelidos a agir de determinada maneira que propicie a manutenção da forma de operação da ordem vigente. Ao Estado cabe a escolha da adequação de suas políticas com as recomendadas por outros atores do sistema ou a não utilização dos fluxos financeiros dos investidores institucionais, principalmente (AGLIETA, 2004). Contudo, sem a ajuda ativa dos

Estados, os investidores institucionais não teriam chegado a possuir a influência atual. A grande liberdade de ação dos investidores institucionais decorre de medidas reguladoras que propiciaram a liberalização. Além disso, o poder das finanças foi construído sobre o endividamento dos governos, que permitiu a expansão dos mercados financeiros. (CHESNAIS, 2000)

A partir dessa leve abordagem dos atores do sistema da Globalização, busca-se no decorrer do capítulo entender como evoluíram os diferentes sistemas financeiros após 1945, com foco no atual sistema internacional com preponderância das finanças globais. Além disso, pretende-se verificar a influência desses sistemas sobre os Estados, principalmente países em desenvolvimento, como é o caso do Brasil.

Dessa forma, as seções seguintes tratam dos sistemas de Bretton Woods, da Interdependência e da Globalização. Em relação ao delineamento temporal, utiliza-se a classificação de Spero e Hart (2010), na qual o sistema de Bretton Woods prevaleceu desde o período após o fim da Segunda Guerra Mundial até 1971, o sistema da Interdependência abrangeu os anos entre 1971 e 1989; e, a partir de 1989 até o presente, o sistema da Globalização está vigente.

## 2.1 SISTEMA DE BRETTON WOODS

O sistema de Bretton Woods foi criado logo após a Segunda Guerra Mundial e perdurou até o início da década de 1970. Ele foi o primeiro exemplo histórico de uma ordem monetária totalmente negociada, destinada a administrar as relações cambiais entre os Estados (COHEN, [s./d.]). O objetivo do sistema de Bretton Woods era promover a prosperidade econômica e a estabilidade política, reduzindo as barreiras ao comércio e aos fluxos financeiros. Suas regras, instituições e procedimentos foram incorporados em três organizações: o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial e o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT). (SPERO; HART, 2010)

As instituições multilaterais de Bretton Woods, principalmente o FMI e o Banco Mundial, nasceram com poderes de regulação inferiores aos planejados por seus formuladores, Dexter White e John M. Keynes (BELLUZZO, 1995). Havia dois planos distintos. O Plano Keynes propunha a criação de uma Câmara de Compensações Internacionais (*International Clearing Union* – ICU). A ICU seria um tipo de Banco Central dos bancos centrais, que, através de grandes volumes de recursos e controle sobre o sistema de pagamentos mundial, conseguiria

corrigir os desequilíbrios dos balanços de pagamentos dos Estados. (OLIVEIRA et al., 2008)

Para Keynes deveria ser criada uma moeda, sem existência física, e que não fosse pertencente a nenhum Estado. Sua proposta foi a criação do *bancor*. Assim, as transações internacionais seriam realizadas em moedas nacionais com paridades fixas com o *bancor*. A intenção de Keynes era corrigir os problemas de balanço de pagamentos. Com sua proposta, o saldo final do balanço de pagamentos dos países seria liquidado por meio de redução ou de aumento das contas dos Bancos Centrais junto à ICU (OLIVEIRA et al., 2008). Oliveira et al. (2008) destaca a importância do controle sobre os fluxos internacionais de capitais, que teria a função de reprimir as oscilações cambiais, para o plano de Keynes.

O plano de White propunha o restabelecimento do ouro como instrumento de reserva internacional. A sugestão era de um regime de paridades cambiais fixas, porém reajustáveis, apenas excepcionalmente, após aprovadas por um Fundo de Estabilização. O Fundo seria responsável pelo exame e orientação das políticas econômicas dos Estados, fornecendo também recursos para ajustes no balanço de pagamentos. Propunha-se ainda a criação de um Banco Internacional, que também contribuiria para o fornecimento de liquidez. (OLIVEIRA et al., 2008)

A proposta de White saiu vencedora nos acordos de Bretton Woods, no qual um sistema baseado em taxas fixas de câmbio, porém reajustáveis, foi escolhido, baseando-se na relação dólar-ouro. Dessa forma, estruturou-se um padrão dólar-ouro, com a onça *troy* fixada em US\$ 35. Assim, os demais países estabeleceriam a paridade de suas moedas em relação ao dólar, que passou a cumprir a função de moeda internacional. As taxas de câmbio poderiam flutuar num faixa de 1%, necessitando de aprovação do FMI para reajustes. O FMI também cumpriria a função de fornecer recursos para Estados em dificuldades na manutenção da paridade de suas moedas. (OLIVEIRA et al., 2008)

Portanto, o enfraquecimento do poder regulatório das instituições criadas pelo acordo de Bretton Woods significou a entrega das funções de regulação, de liquidez e de emprestador em última instância à potência dominante no período, os Estados Unidos da América (BELLUZZO, 1995). Segundo Belluzzo (1995), os Estados Unidos e sua economia cumpriram a função hegemônica durante os primeiros vinte anos do pós Segunda Guerra Mundial, realizando a reconstrução das economias europeias e do Japão. Esse período é considerado o auge

de Bretton Woods, sendo associado ao crescimento constante da produção e do comércio mundial. (GARBER, 1993)

Em relação às bases políticas, o Sistema de Bretton Woods repousava sobre as seguintes: a concentração de poder em um pequeno número de Estados, a existência de um conjunto de importantes interesses compartilhados por esses Estados e a presença de uma potência dominante, como mencionado acima. A concentração de poder em um pequeno número de Estados desenvolvidos do Hemisfério Norte fez com que os países em desenvolvimento não tivessem voz ativa no sistema de Bretton Woods. Muitos desses Estados optaram por perseguir o desenvolvimento econômico por meio de políticas de industrialização por substituição de importações. (SPERO; HART, 2010)

O conjunto de interesses compartilhados pelos Estados desenvolvidos está relacionado à crença no capitalismo e no liberalismo. Esses Estados concordaram com a introdução de medidas liberais, mas que era necessária a intervenção governamental. A liberalização combinada com as políticas nacionais de compensação interna, através do Estado de bem estar social, desregulamentação e privatização acabou por conduzir a uma maior abertura ao comércio, dos fluxos financeiros e dos investimentos diretos na economia mundial. (SPERO; HART, 2010)

O sistema de Bretton Woods, portanto, combinou um mercado livre com o reconhecimento por parte dos governos de que os mercados internacionais podem ser instáveis e, por isso, procuraram elaborar mecanismos para gerenciar crises, principalmente, nos balanços de pagamentos.

Spero e Hart (2010) enfatizam a importância do poder dominante para liderar o sistema. A hegemonia americana foi exercida, principalmente, de três formas. Em primeiro lugar, como mercado para a importação de mercadorias estrangeiras. Em segundo lugar, um fluxo de empréstimos foi iniciado, através do Plano Marshall e outros programas de ajuda e por meio do mercado de capitais de Nova York. Em terceiro lugar, uma política liberal de crédito foi estabelecida em tempo de crise. (COHEN, [s./d.] )

Conforme o acordo de Bretton Woods, a moeda americana se tornou a moeda universal e a liquidez internacional ficou vinculada ao dólar. Assim, a reconstrução do pós-guerra e as altas taxas de crescimento das economias europeias e japonesa, a acumulação de capital em escala internacional acabou por atrair capitais americanos para fora dos EUA. Iniciou-se uma tendência de saída de capitais dos EUA e uma retração do dólar em seu papel de reserva internacional. “A tendência pode ser pensada como um fluxo excessivo de capital em

comparação com o superávit americano na conta corrente e com a demanda internacional por reservas em dólar”. (KILSZTAJN, 1989, p. 91)

A liquidez internacional se tornou muito grande, aumentando a quantidade de dólares em relação às reservas de ouro, assim, a confiança na relação dólar-ouro foi comprometida. Diante desse problema, os EUA foram obrigados a buscar a colaboração de outros membros do sistema. Uma nova forma importante de gestão multilateral foi a cooperação dos bancos centrais. (SPERO; HART, 2010)

Em 1961, os banqueiros concordaram em controlar a especulação de ouro, centralizando as transações de ouro através de um “*pool* de ouro”, um mecanismo pelo qual os banqueiros compravam ouro quando seu preço caía abaixo de US\$ 35 a onça e vendiam quando ele subia acima desse limite. (SPERO; HART, 2010)

Kilsztajn (1989) argumenta que mais importante do que a queda das reservas de ouro dos EUA e o crescimento dos passivos externos oficiais estadunidenses foi o desenvolvimento do mercado de eurodólares. Os bancos centrais dos países desenvolvidos começaram a depositar no mercado de euromonedas os dólares acumulados para absorver os déficits no balanço de pagamentos norte-americano. Os passivos externos dos EUA em poder dos bancos centrais estrangeiras estavam sendo transferidos para os bancos privados. Os bancos privados recebiam esses depósitos e os reciclavam no mercado de euromonedas, que trabalhava independente das autoridades monetárias. (KILSZTAJN, 1989)

Apesar de todos os problemas do excesso de liquidez no sistema, os EUA não estavam dispostos a alterar suas políticas macroeconômicas expansionistas, mesmo de frente as pressões que estas colocavam em sua balança de pagamentos (OLIVEIRA, 2008). O fracasso em resolver os desequilíbrios levou a grandes movimentos internacionais de capitais especulativos. Os esforços para intervir nos mercados cambiais foram insuficientes para deter os fluxos financeiros internacionais, o que dificultou a manutenção do valor fixo das moedas dentro da banda. (SPERO; HART, 2010)

As inevitáveis pressões sobre o dólar se intensificaram e já em 1971, Nixon suspendeu a conversibilidade do dólar ao ouro no valor anteriormente acordado. Em 1973, o sistema de paridades fixas, mas ajustáveis, de Bretton Woods foi substituído por um sistema de flutuações controladas (GARBER, 1993). Os Estados Unidos não foram capazes de sustentar a posição do dólar como moeda internacional, na

medida em que uma oferta excessiva de dólares vinha do desequilíbrio crescente do balanço de pagamentos. (BELLUZZO, 1995)

## 2.2 INTERDEPENDÊNCIA

Na década de 1970, o sistema de Bretton Woods foi substituído pelo sistema da Interdependência. O marco inicial do novo sistema foi a suspensão da conversibilidade do dólar a uma taxa fixa com o ouro, dada unilateralmente pelos EUA em 1971 (BELLUZZO, 1995). Sendo que seu marco final é a queda do muro de Berlim, relacionada à integração da maioria dos países ao atual SFI. As mudanças ocorridas de um sistema para outro foram tanto de natureza econômica quanto política, levando a uma nova ordem econômica internacional turbulenta.

Com a revogação da paridade dólar-ouro, deram-se os primeiros passos para que, em 1979, medidas mais radicais de liberalização e desregulamentação financeiras fossem postas em prática (CHESNAIS, 2000). Assim, as principais mudanças econômicas foram o aumento da interação econômica internacional e a presença de grandes fluxos comerciais e financeiros internacionais nas economias nacionais. As economias nacionais se tornaram mais interdependentes, significando uma maior sensibilidade aos eventos externos. Essas mudanças ocorreram devido ao crescimento econômico e a liberalização internacional, combinadas com inovações tecnológicas. (SPERO; HART, 2010)

As finanças desempenharam um papel fundamental no surgimento do sistema da Interdependência. Por meio dos bancos multinacionais, grandes fluxos financeiros internacionais se moveram entre as fronteiras nacionais (KILSZTAJN, 1989). Segundo Belluzzo (1995, p.15), “foi por meio da desorganização financeira e monetária que ocorreu a expansão do circuito financeiro internacionalizado, nos anos 70”. Houve um estímulo para o surgimento de operações de empréstimos/depósitos que escapavam ao controle dos bancos centrais. A fonte inicial dessas operações foram os dólares que excediam a demanda internacional, os eurodólares. (BELLUZZO, 1995)

Quando o mercado de euromonedas começou a utilizar os petrodólares, a taxa real de juros se tornou negativa, jogando mais liquidez ainda no sistema (KILSZTAJN, 1989). Os grandes fluxos de capitais internacionais causaram desequilíbrios nos mercados cambiais, forçando a intervenção dos governos e evidenciando os efeitos adversos da interdependência sobre a gestão das economias nacionais. (BELLUZZO, 1995)

Em relação às mudanças políticas, podem ser citadas: o enfrentamento do *status quo*, por parte dos Estados não centrais, da legitimidade dos Estados poderosos em gerenciar o sistema; a abertura dos países comunistas, possibilitando maior interação econômica Leste-Oeste (SPERO; HART, 2010); a Europa e o Japão se tornaram insatisfeitos com a liderança estadunidense. (BELLUZZO, 1995)

Além disso, no período da Interdependência, os enfraquecimentos do dólar e do comércio diminuíram o poder dos EUA, que sofreu com déficits comerciais durante quase toda a década de 70 (KILSZTAJN, 1989). A ampliação desses déficits foi um fator importante para dar impulso ao processo de globalização financeira (BELLUZZO, 1995). Os déficits comerciais de 1971-1978 foram em parte contrabalançados por superávits na conta de serviços, derivados das rendas dos capitais dos EUA *offshore*. O superávit desta conta era de US\$ 20 bilhões em 1977, mas o déficit da balança comercial girava em torno de US\$30 bilhões. (KILSZTAJN, 1989)

Segundo Belluzzo (1995), a evolução da crise do sistema de crédito internacionalizado e as respostas dos Estados Unidos ao enfraquecimento do papel do dólar criaram as condições para o surgimento de novas formas de intermediação financeira e para o desenvolvimento de uma segunda etapa da globalização.

Diante dos desequilíbrios internacionais, os Estados Unidos alteraram sua política econômica doméstica. Em 1979, o *Federal Reserve* se voltou ao monetarismo, centrando-se sobre o tamanho e o crescimento de agregados monetários, buscando conter a inflação e retomar a estabilidade do sistema monetário internacional (SPERO; HART, 2010). Contudo, a subida das taxas de juros impactou negativamente os demais Estados do sistema. (KILSZTAJN, 1989). Com a eleição de Ronald Reagan em 1981, a política de cooperação internacional com mudanças de política interna foi alterada para o unilateralismo dos EUA nas relações monetárias internacionais. (SPERO; HART, 2010)

Para os países em desenvolvimento, o sistema da Interdependência significou sérios entraves ao desenvolvimento. Após a segunda crise do petróleo de 1979, os países em desenvolvimento devedores sofreram com o aumento do preço do petróleo; com políticas monetárias restritivas nos principais países industriais, que elevaram as taxas de juros reais, aumentando os encargos da dívida; e pela recessão mundial, o que levou a uma queda nos preços das *commodities* e da demanda por exportações originadas nesses países. (SPERO; HART, 2010; BATISTA, 1994)

Os recursos do FMI foram aumentados e este assumiu a nova função de financiador e supervisor das políticas econômicas nacionais dos países em desenvolvimento. Os Estados Unidos aumentaram as quotas do FMI, a fim de permitir que o fundo desempenhasse um papel na gestão da dívida. (SPERO; HART, 2010)

### 2.3 GLOBALIZAÇÃO

O terceiro sistema internacional é o que mais interessa nesse estudo, pois é no pano de fundo da Globalização que o fenômeno estudado nesta dissertação está inserido. Segundo Spero e Hart (2010), o sistema da Globalização se iniciou na década de 1990 e continua até os dias atuais.

No início da década de 1990, Frieden (1991) salientou a principal característica desse sistema que acabava de erigir, a grande mobilidade do capital através das fronteiras nacionais. “A combinação de inovações tecnológicas com tendências econômicas e políticas por partes dos governos levou o investimento internacional a níveis extremamente altos, comparando-se com os sistemas anteriores, ainda tão recentes”. (FRIEDEN, 1991, p. 425)

As mudanças na regulação e tecnologia da informação tornaram possível ao capital atravessar as fronteiras nacionais quase instantaneamente, dando ascensão a um grande volume de transações financeiras internacionais de curto prazo, foi o processo de internacionalização das finanças (FRIEDEN, 1991). Além disso, o avanço tecnológico, somado ao ambiente de instabilidade financeira e a descentralização do sistema monetário internacional, propiciou a criação de novos produtos financeiros estruturados. (BELLUZZO, 1995)

Houve também importantes mudanças políticas, como: o fim da Guerra Fria e a aceitação pelos países em desenvolvimento da ordem econômica internacional neoliberal. Dessa forma, o sistema se tornou verdadeiramente global e os EUA emergiram como a única superpotência do mundo, capaz de projetar sua coesão econômica, militar, influência política e ideológica em todo o mundo. (SPERO; HART, 2010)

Assim, a globalização dos mercados financeiros cresceu motivada por um crescente consenso sobre os princípios do livre mercado, que ainda persistem nos dias atuais. Até mesmo nos países em desenvolvimento, que na década de 1980 ainda eram países mais fechados, aderiram às políticas neoliberais.



Contudo, esse sistema pouco regulado não estaria isento de crises. Dois tipos principais de crises financeiras no sistema da Globalização foram: crises regionais ou em países e as crises geradas por falhas em grandes bancos e instituições financeiras. (SPERO; HART, 2010)

Em 2007 e 2008, o colapso do mercado de títulos lastreados em hipotecas nos EUA levou a uma crise financeira que ocasionou graves prejuízos em numerosas instituições financeiras, europeias e norte-americanas, e ao congelamento de mercados de crédito a nível mundial, além da desaceleração da economia mundial. (KONINGS; PANITCH, 2009)

Diante de uma das maiores crises econômicas da história do capitalismo no coração do sistema, Spero e Hart (2010) fazem uma ressalva importante para a futura governança global.

A governança no sistema da globalização não depende apenas das preferências de um poder dominante, mas da negociação de várias potências importantes, principalmente os Estados Unidos, a União Europeia e o Japão, além da incorporação de novas potências econômicas que possam surgir no século XXI, como a China, Índia. Contudo, os Estados Unidos ainda continuam a ser o ator mais poderoso, sem um papel ativo desse país dentro do sistema multilateral, a governança efetiva é impossível. (SPERO; HART, 2010, p. 62)

Portanto, as crises e suas soluções no sistema da Globalização ainda passam pela jurisdição dos EUA, que desempenham um papel central na regulação do Sistema Financeiro Internacional. Contudo, outros Estados também buscam maior espaço no sistema da Globalização.

### **2.3.1 Os países em desenvolvimento no sistema da Globalização**

Os Estados em desenvolvimento têm sido excluídos dos processos formais e informais de gestão do sistema (SPERO; HART, 2010). Para lidar com essa exclusão, as estratégias de desenvolvimento são basicamente três: busca-se desvincular de alguns aspectos do sistema econômico internacional; tenta-se mudar a própria ordem econômica; buscam-se tentativas de maximizar os benefícios da integração no sistema.

Contudo, o liberalismo é a teoria dominante do sistema da Globalização. As teorias liberais de desenvolvimento econômico argumentam que a estrutura existente no mercado internacional oferece a melhor oportunidade para o desenvolvimento econômico dos países (SPERO; HART, 2010). Como afirma Dupas (2004), essa teoria busca mostra que os principais problemas de desenvolvimento são causados pelas políticas econômicas internas dos Estados, que criam ou acentuam as imperfeições de mercado. Assim, a melhor maneira de corrigir essas deficiências seria por meio da adoção de reformas internas orientadas para o livre mercado.

A aceitação do receituário neoliberal por parte dos Estados em desenvolvimento se deve a crise da dívida da década de 1980, que reformulou as estratégias de desenvolvimento. Diante da necessidade de gerar novas fontes de exportações para atender as dívidas, criaram-se incentivos para a adoção de novas estratégias de desenvolvimento (SPERO; HART, 2010). Esses Estados também foram expostos à pressão do FMI e Banco Mundial para adotar políticas liberalizantes. No final da década de 1980, as políticas sugeridas pelas instituições multilaterais ganharam a alcunha de Consenso de Washington, em referência a um artigo de John Williamson, em 1989. (FISCHER, 2012)

Nesse mesmo ano, reuniram-se na capital dos EUA funcionários do governo estadunidense e de organismos financeiros internacionais, procedendo-se a uma avaliação das reformas econômicas empreendidas nos Estados da América Latina. Segundo Paulo Nogueira Batista (1994, p. 5), “às conclusões dessa reunião é que se daria a denominação informal de Consenso de Washington”. O Consenso de Washington continha 10 áreas básicas, segundo o artigo de John Williamson, revisado em 2008. (FISCHER, 2012)

1. Disciplina fiscal;
2. Prioridades do gasto público;
3. Reforma tributária;
4. Liberalização das taxas de juros;
5. Taxa de câmbio competitiva;
6. Liberalização comercial;
7. Liberalização para a entrada de investimento direto externo;
8. Privatização;
9. Desregulamentação;
10. Direitos de propriedade;

As propostas do Consenso de Washington possuíam dois objetivos básicos: a redução do Estado e a abertura à importação de bens e serviços e à entrada de capitais de risco. Tais objetivos eram condizentes com a lógica do mercado auto-regulável nas relações econômicas nacionais e internacionais (BATISTA, 1994). Dessa forma, os investimentos privados fluíam para os Estados em desenvolvimento com melhor classificação de risco de crédito.

O aumento dos fluxos de capital privado faz parte do processo de integração e desenvolvimento dos mercados financeiros dos países emergentes. Os países emergentes, normalmente, possuem grande população, PIB considerável e renda per capita média, na lista de países emergentes estão incluídos: Argentina, Brasil, México, China, Índia, Indonésia, África do Sul e Rússia. Nesse processo de integração dos mercados emergentes ao mercado financeiro global na década de 1990, uma série de grandes crises financeiras ocorreu, lançando dúvidas sobre as benesses da liberalização financeira (DUPAS, 2004). Segundo Spero e Hart (2010):

A globalização dos mercados financeiros tinha tornado mais fácil para muitos países em desenvolvimento obter acesso aos fluxos de investimentos estrangeiros. Contudo, boa parte desses fluxos era de curto prazo, altamente sensíveis a pequenas flutuações nas condições macroeconômicas. (SPERO; HART, 2010, p. 233)

Portanto, o discurso neoliberal, que prometia garantir aos maiores Estados da periferia uma era de prosperidade a partir das políticas do Consenso de Washington, mostrou-se ineficaz (DUPAS, 2004, p. 2). Contudo, no início do século XXI, os países emergentes necessitam de fluxos de capitais para aliviar os problemas de balanço de pagamentos. (COHEN, 2004)

### **2.3.2 As Agências de Classificação de Risco no sistema da Globalização**

O capital globalizado busca influenciar a tomada de decisão, tanto a nível nacional como internacional. As Agências de Classificação de Risco (ACRs) podem ser entendidas como integrantes do conjunto de atores heterogêneos do SFI. (SPERO; HART, 2010)

Com o crescimento dos mercados financeiros internacionais, o alcance e a demanda por *ratings* de crédito cresceu dramaticamente. Segundo Sinclair (2001), houve a centralização da avaliação da qualidade de crédito em um pequeno número de agências de classificação de origem norte-americana.

Contudo, mesmo as avaliações de risco envolvendo uma metodologia pouco clara, os *ratings* de crédito são considerados como fatos objetivos pelos agentes do mercado. Assim, há uma grande pressão das ACRs sobre os emitentes, para que eles sigam suas indicações, e uma influência sobre os investidores institucionais, pois a maioria deles investe em títulos classificados como grau de investimento. (DEEG; O’SULLIVAN, 2009)

Posteriormente, a crise de 2008, as ACRs foram pressionadas pelos atores do mercado financeiro por terem avaliado títulos lastreados em hipotecas e obrigações de dívida garantidas de forma positiva, pondo-se dúvida sobre a metodologia adotada pelas ACRs (DEEG; O’SULLIVAN, 2009). Contudo, atualmente, pelo menos para os países em desenvolvimento, as avaliações das ACRs ainda permanecem como fatos objetivos perante o mercado.

Assim, as ACRs desenvolvem a função de informação do risco de crédito dos países para os investidores institucionais, o que claramente se torna uma ameaça, segundo explicações de Dupas (2004) mostradas abaixo.

O regime neoliberal decide, através de instrumentos como o *investimento-grade* – amparado por uma técnica exótica que considera unicamente o resultado final quanto à competência de pagar as dívidas internacionais – quem se comportou conforme as expectativas e estão incluídos ou excluídos do jogo global; aqueles últimos sofrerão as duras sanções naturais do fluxo de investimentos internacionais. Gestão monetária de acordo com as regras do FMI, reformas políticas ditadas por objetivos econômicos, metas rígidas de inflação, orçamento superavitário, liberação do comércio, liberdade de capitais, Estado social reduzido ao mínimo, são condições indispensáveis a uma boa pontuação. (DUPAS, 2004, p. 4)

Assim, o principal instrumento de poder das finanças globais é a capacidade de dizer não a um Estado integrado ao sistema da Globalização.

Essa decisão constitui-se num ato político por excelência e basta para originar imensos traumas. O critério de dizer sim segue um padrão: orientação neoliberal do governo, tamanho relativo e ritmo de crescimento das dívidas interna e externa, ortodoxia monetária e fiscal, etc. O metapoder da economia mundial face aos Estados nacionais consiste, pois, na opção-saída. (DUPAS, 2004, p. 9)

Os atores do capital global são flexíveis no exercício do poder de saída, operando com sanções e recompensas. O que legitima esse poder é, portanto, a falta de alternativa. A economia neoliberal é o que há disponível para que um Estado faça parte do mundo global. (DUPAS, 2004)

Uma das ACRs mais importantes afirma claramente o que Dupas explicitou, ou seja, o poder de saídas dos fluxos financeiros como ameaças aos Estados e sua busca por políticas econômicas autônomas e a falta de outro sistema econômico alternativo.

Os custos de inadimplência se tornaram maiores devido a globalização da produção, comércio e finanças, aumentando as vantagens de seguir uma estratégia econômica liberal e as desvantagens de processo autárquico de desenvolvimento. [...]. O fracasso do comunismo mundial removeu qualquer alternativa plausível além do modo capitalista de desenvolvimento. Com o colapso da União Soviética e a crescente liberalização da China, já não há uma fonte de poder, prestígio e capital que poderia socorrer um país que decida romper com os mercados financeiros mundiais. (FITCH, 2002, p. 3)

Segundo Deeg e O'Sullivan (2009), os riscos associados ao poder de saída dos fluxos financeiros parecem não ter gerado um compromisso político para diminuí-lo. Mesmo com a crise de 2008, que inverteu a lógica das crises da década de 1990 e mostrou os desequilíbrios do SFI,

nenhum tipo de regulação coordenada entre os Estados e as instituições internacionais surgiu.

## 2.4 CONCLUSÕES

As conclusões mais importantes que esse estudo da evolução do Sistema Financeiro Internacional dizem respeito ao processo de liberalização e desregulamentação das finanças globais, culminando no cenário que temos hoje, onde operam as ACRs, foco desta dissertação. Assim, encontra-se um SFI integrado e com liberdade de valorização do capital em escala global, exercendo pressões sobre a autonomia dos Estados.

No Quadro 1, mostram-se os principais acontecimentos nos três sistemas estudados nesse capítulo.

Quadro 1 – Resumo das mudanças de regime nos aspectos monetários, de comércio e fluxos de investimentos.

<b>Regime</b>	<b>Bretton Woods (1945-1971)</b>	<b>Interdependência (1971-1989)</b>	<b>Globalização (1989 até o presente)</b>
Aspectos monetários	Papel dominante do dólar e taxa de câmbio fixa ao dólar; Crises em moedas e pressões sobre as taxas de câmbio fixas; FMI e EUA administrando o regime de cambial.	Taxas de câmbio flutuantes; Aumento da volatilidade dos fluxos de capitais internac.: petrodólares, crise da dívida; Ajuda do FMI aos países em desenvolvimento; G-7 administrando o sistema de taxas de câmbio e as crises.	Aumento dos fluxos financeiros e crises globais; Criação da UE e EURO; G-7, FMI e Banco Mundial administrando as crises financeiras em conjunto.
Comércio	Redução gradual das tarifas entre mercados desenvolvidos através das negociações do GATT; Muitas áreas excluídas do GATT: serviços, agricultura e outros.	Rodada de Tóquio: maior redução das tarifas e aumento das barreiras não tarifárias; Aumento dos conflitos comerciais Norte-Norte.	Rodada Uruguai: expansão do regime de serviços, investimentos e outros, criação da OMC; Estados ex-comunistas se juntaram a OMC; A Rodada de Doha não foi finalizada.
Fluxos de investimento	Investimentos estrangeiros controlados.	Nacionalizações na América Latina e OPEP.	Países buscando fluxos de investimento estrangeiro.

Fonte: Spero e Hart (2010, p. 431).





### **3 AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO: PAPEL, HISTÓRIA E METODOLOGIA**

Este capítulo traz importantes informações sobre as Agências de Classificação de Risco (ACRs). Assim, nas demais seções são apresentados o papel dessas entidades privadas no atual Sistema Financeiro Internacional, evidenciando suas fontes de influências, além dos problemas enfrentados pela ACRs nos últimos anos. A seção 3.2. se dedica a mostrar, de forma sintética, a metodologia das ACRs, assim como a grade de notações e a história da Standard and Poor's, Moody's e Fitch.

#### **3.1 O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO NO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL**

No atual sistema da Globalização, a autoridade vem sofrendo contínuo deslocamento para outros atores além dos Estados, destacando-se diversos atores privados, como organizações não governamentais e corporações (ROSENAU; CZEMPIEL, 2000). As normas internacionais, tratadas aqui como entendimentos rotineiros de certas áreas, sofrem influência de atores não estatais, que tem recursos analíticos, financeiros e de legitimidade para exercer poder sobre outros atores. (NÖLKE, 2003)

As Agências de Classificação de Risco (ACRs) são um exemplo de ator não estatal que possui recursos analíticos, financeiros e de legitimidade, influenciando atores estatais e não estatais no Sistema Financeiro Internacional. Segundo a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), as ACRs possuem um papel relevante no SFI, pois avaliam o risco de crédito de mutuários e emissores de títulos de renda fixa corporativos e governamentais. As ACRs, através de suas metodologias, transformam as informações públicas e privadas sobre um emissor em uma forma simples de compreender o risco de crédito. (IOSCO, 2013)

A autoridade das ACRs é chamada de autoridade transnacional privada por certa literatura (NÖLKE, 2003; KING; SINCLAIR, 2001). A autoridade transnacional privada pode ser identificada por alguns critérios, citados a seguir:

Em primeiro lugar, [...] as regras e decisões tomadas por atores do setor privado são aceitas como legítimas, como as representações de especialistas e aqueles chamados de autoridade em algum assunto. Em segundo lugar, deve existir um elevado grau de cumprimento das regras e decisões. Em terceiro lugar, o setor privado deve estar habilitado, explícita ou implicitamente, pelos governos com o direito de tomar decisões em relação a outros. (CUTLER et al. 1999, p 19 apud. NÖLKE, 2003, p. 2).

As ACRs cumprem esses critérios, sendo seus *ratings* aceitos internacionalmente e com influência sobre o custo das dívidas, além de serem habilitadas pelo governo estadunidense na realização de suas funções específicas.

A IOSCO (2003) deixa evidente a relação de dependência dos *players* do mercado financeiro em relação às ACRs. Os emissores dependem das recomendações e *ratings* emitidos pelas ACRs para levantar o capital de forma menos custosa possível, pois a diminuição da incerteza, por meio do *rating*, diminui as taxas de juros. Assim, a informação sobre o risco de crédito desempenha uma função importante para os emissores de títulos. Para os investidores, os *ratings* ajudam na alocação dos investimentos em uma carteira diversificada de risco. Muitas vezes os *ratings* disponibilizam o limite de risco de crédito que os investidores institucionais podem investir.

As ACRs também cumprem o requisito de ser reconhecidas pelo governo, neste caso, pelo governo dos EUA, primeiramente. Somente assim elas podem emitir *ratings* que serão aceitos internacionalmente. O reconhecimento pelo governo dos EUA ocorreu com a criação da categoria Organização de Classificação Estatística Reconhecida Nacionalmente (NRSRO) pela *Securities and Exchange Commission* (SEC). As ACRs reconhecidas como NRSRO podem emitir *ratings* utilizados na regulação do mercado financeiro dos EUA. (WHITE, 2010)

A SEC equivale a CVM no Brasil, sendo criada posteriormente a crise de 1929, por isso sua função principal é permitir que todos os investidores tenham acesso às informações básicas dos títulos negociados. Além disso, as ACRs reconhecidas como NRSRO passam por regulação da SEC através de uma área de trabalho dedicada a isso, que tem como principais atividades a identificação e análise de riscos das ACRs, monitoramento das tendências do setor e administração do

processo de registro NRSRO (SEC, 2013). As ACRs passam por um criterioso processo para conseguir a certificação de NRSRO, além de ter de cumprir inúmeras regras para se manter nessa categoria. (SEC, 2009)

King & Sinclair (2001) entendem as ACRs como sendo redes de conhecimento incorporado, chamadas por eles de EKNs (sigla em inglês para *Embedded Knowledge Networks*). “As EKNs são instituições privadas que possuem autoridade para resolver problemas e agir como consultores especializados em transações de alto valor.” (KING; SINCLAIR, 2001, p. 3)

As recomendações e os *ratings* das ACRs são uma forma de produção de conhecimento por uma EKN. Essas informações funcionam como referências para os investidores institucionais organizarem suas carteiras de investimento. Alguns investidores e outros agentes do mercado podem não aceitar essas informações, mas terão que leva-las em consideração pela aceitação que possuem no mercado. (KING; SINCLAIR, 2001)

Além disso, as recomendações e os *ratings* das ACRs sobre diversos emissores se tornaram significativos a partir do processo de desintermediação financeira, ou seja, os mercados financeiros se tornaram fontes de financiamento para entidades públicas e privadas. (SINCLAIR, 2003). O processo de desintermediação financeira tem levado a perda de poder pelos intermediários financeiros tradicionais, principalmente os bancos, assim as ACRs aumentaram seu poder de influência, pois agora são elas que fornecem as informações relevantes sobre os emissores.

Vale ressaltar que os próprios bancos têm sido analisados pelas ACRs, havendo a publicação de *ratings* dessas instituições. Essa avaliação é muitas vezes importante para os bancos, como na regulação estadunidense realizada pelo *Federal Financial Institutions Examination Council* (FFIEC). (MURPHY, 2013)

Segundo Sinclair (1994), a desintermediação tem causado problemas de informação assimétrica. Na intermediação financeira tradicional, os investidores dependem do comportamento dos bancos. O banco faz a análise do risco de crédito de emprestar os fundos dos seus clientes (investidores) para os mutuários, requerendo informações.

Entretanto, no atual sistema da Globalização, o investidor deve fazer o julgamento da capacidade do mutuário/emissor de pagar o empréstimo. Dada à dificuldade de fazer esse julgamento, mesmo havendo informações públicas, é compreensível que instituições se desenvolvam para fazer a análise do risco de crédito. “Esse processo de criação e venda de conhecimento parece ter substituído as relações

financeiras tradicionais, assim essas instituições se tornaram mecanismos regulatórios da governança.” (SINCLAIR, 1994, p. 137)

Contudo, as ACRs não são atores inquestionáveis, muito menos seus *ratings*, apesar de serem aceitos e influenciarem investidores e emissores de títulos de renda fixa. Há muitos problemas no processo de fornecimento de informações pelas ACRs, como: o conflito de interesses, a transparência no cálculo dos *ratings* e os erros nos *ratings* e recomendações.

No início do século XX até a década de 60, os investidores pagavam pelas análises de risco de crédito dos emissores que estavam interessados, mas essa lógica mudou. Atualmente, as ACRs utilizam como principal fonte de receitas a venda de *ratings* para o emissor, ou seja, o emissor paga a ACR para que ela o analise. Isso claramente demonstra um conflito de interesses. (WHITE, 2010)

White (2010) cita alguns fatos que podem apaziguar o conflito de interesses na relação entre as ACRs e os emissores, como: existência de muitos títulos governamentais e corporativos que recebem *ratings*, assim a pressão de um emissor pode não ser relevante para a ACR e sua receita; adoção por muitas corporações e governos de estratégias de dívidas comuns e reconhecidas pelo mercado, portanto, os *ratings* muito irreais poderiam manchar a reputação das ACRs.

A transparência está relacionada ao processo de classificação. A transparência foi enfatizada pela IOSCO como um fator chave para o melhoramento do setor de classificação de risco de crédito. As ACRs devem oferecer aos investidores e emissores informações sobre os procedimentos, metodologias e pressupostos que resultam na análise do risco de crédito (IOSCO, 2003). Assim, investidores e emissores poderão formar suas expectativas corretamente. Contudo, encontrar as informações sobre as metodologias de forma clara ainda é algo difícil e varia em cada ACR.

Em relação aos erros cometidos pelas ACRs, destacam-se a crise asiática dos anos 90, a falência da empresa Enron e a crise financeira internacional recente. Na crise asiática, as ACRs foram amplamente criticadas por não a preverem, e por agravarem a crise, quando rebaixaram os *ratings* soberanos em meio à turbulência financeira. (MORA, 2006)

A falência da empresa Enron teve grande repercussão nos EUA, pois as ACRs erraram ao não alertar os investidores do colapso da Enron, pois esta empresa tinha um *rating* favorável quando decretou falência. Como resultado dessa crise, no ramo de classificação de risco de crédito houve um esforço para consultar as partes interessadas sobre

o desenvolvimento do processo de classificação, a fim de evitar erros futuros. (SINCLAIR, 2003)

Contudo, é na crise financeira internacional que se percebeu uma nova fonte de erros por parte das ACRs derivados da complexidade dos instrumentos financeiros estruturados, títulos lastreados em hipotecas residenciais, que mesmo sendo títulos complexos foram analisados de forma similar a títulos convencionais. (IOSCO, 2008)

Segundo a IOSCO (2008), as ACRs e seus *ratings* desempenharam um papel crítico na crise recente, isso por que a classificação de risco de crédito teve grande impacto sobre a valorização e a liquidez de títulos *subprime*. Para essa entidade, a crise financeira demonstrou a necessidade de reavaliação da qualidade das metodologias e pressupostos do *rating* de crédito para títulos complexos.

A partir de todos esses problemas ocorridos nos últimos 20 anos, a IOSCO busca promover a melhora do setor de classificação de risco de crédito internacionalmente. Exemplos desse trabalho são: o Código de Conduta e suas revisões e os Princípios das Agências de Classificação de Riscos, além de relatórios diversos.

Portanto, percebe-se, a partir do que foi exposto neste capítulo, que as ACRs fazem parte um processo mais amplo, chamado Globalização. O poder atual das ACRs deriva desse novo sistema e de suas consequências sobre o Sistema Financeiro Internacional, levando a desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros, o que culminou com a desintermediação financeira, fundamental para o papel atual das ACRs.

Dessa forma, as ACRs influenciam tanto mutuários/emissores, sejam públicos ou privados, e investidores. Contudo, os sucessivos erros das ACRs mancham a reputação das mesmas, o que afeta seu papel no sistema. Com o aumento da volatilidade do SFI, é possível que cada vez mais os *players* do mercado questionem os *ratings* das ACRs, mas isso é apenas uma conjectura.

### 3.2 HISTÓRIA E METODOLOGIA DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

Segundo Ywata (2012), as ACRs tem sua origem no século XIX nos EUA. As ACRs mais importantes iniciaram suas atividades nesse período analisando a situação financeira de corporações. Contudo, em meados da década de 70 as ACRs começaram a avaliar o risco de crédito de países. A razão para inclusão dos Estados na gama de instituições analisadas está relacionada ao aumento da importância dos

fluxos privados de investimento para os países de forma geral na década de 70, como foi mostrado no capítulo 2.

No Brasil, o primeiro *rating* de crédito foi realizado em 1994 pela ACR SR Rating. Nos anos seguintes, alguns ativos financeiros também passaram pela avaliação do risco de crédito. Ressalta-se que em 1997, Standard & Poor's se instalou no país, assim como a IBCA, futura Fitch. O processo de estabelecimento das ACRs e de emissão dos *ratings* foi desde o início acompanhado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Contudo, o reconhecimento formal das ACRs no Brasil se deu pela Resolução 2.829 da CVM. (IOSCO, 2004)

As ACRs Standard & Poor's, Moody's Investors Service e Fitch Ratings são as organizações de classificação de risco de crédito de títulos reconhecidas como tais pela SEC, sendo as ACRs mais relevantes em termos mundiais. (YWATA, 2012)

Vale ressaltar que quando se considera o *rating* soberano, refere-se a notação de risco de crédito de longo prazo em moeda estrangeira dos títulos de Estados nacionais. Além disso, não há apenas mudanças de *rating* quando as agências percebem que a capacidade financeira do emitente pode mudar. O emissor também recebe *outlooks* positivos ou negativos, que dizem respeito às tendências que ainda não atingiram o nível para uma ação de mudança *rating*, mas tal mudança ocorrerá se essas tendências continuarem. (ISMAILESCU; KAZEMI, 2010)

Nas próximas subseções são descritos brevemente a história, a metodologia e as notações da classificação do risco de crédito soberano das três ACRs estudadas aqui.

### 3.3 STANDARD & POOR'S

A ACR Standards & Poor's (S&P) se auto intitula a líder mundial na provisão de informações para o mercado financeiro, tanto de entidades governamentais quanto corporativas, sendo uma fonte importante de informações sobre *ratings* de crédito, avaliação de risco, pesquisas de investimento e dados. (S&P, [s./d.])

Sua história remonta a década de 1860, quando Henry Varnum Poor publicou o livro *History of Railroads and Canals of the United States*, sendo um dos fundadores da indústria de informações financeiras. (S&P, [s./d.])

Em 1906, foi criada a Standard Statistics Bureau, que objetivava fornecer informações financeiras sobre as empresas dos EUA. A partir de 1916, a empresa Standard Statistics iniciou suas atividades de

atribuição de *ratings* a títulos emitidos por corporação e entidades governamentais. (YWATA, 2012)

Em 1941, a Standard Statistics se fundiu com a Poor's Publishing Company criando a Standard & Poor's. Posteriormente, esta empresa foi adquirida pela The McGraw-Hill Companies Inc. em 1966 (S&P, [s./d.]). Atualmente, fazem parte do mesmo grupo empresarial, a S&P, a revista Business Week e a editora de livros didáticos McGraw-Hill Education. (YWATA, 2012)

### 3.3.1 Metodologia do rating soberano

A metodologia de cálculo do *rating* soberano tem como premissa que a S&P considera o *rating* soberano de um país como sendo “a capacidade e disposição para pagar as obrigações financeiras a credores não oficiais” (S&P, 2013, p. 1). Assim, a metodologia do *rating* soberano traz fatores que afetam a capacidade e a vontade dos governos de honrarem seus compromissos financeiros. Segundo informações da própria S&P (2013, p.1), os fatores utilizados por essa agência são os seguintes:

- i. A eficácia institucional e de governança e os riscos de segurança;
- ii. A estrutura econômica e as perspectivas de crescimento econômico;
- iii. A liquidez externa e a posição de investimento internacional;
- iv. A *performance* e a flexibilidade fiscais;
- v. A flexibilidade monetária.

Cada um desses fatores corresponde a um *score*, que receberá notas de 1 (mais forte) a 6 (mais fraco), de acordo com critérios quantitativos e qualitativos (S&P, 2013, p.2). Além de a própria S&P deixar claro a influência de análises qualitativas, um estudo recente de Ricardo Ywata (2012), enfatiza que a metodologia da S&P para avaliar o *rating* soberano é tanto quantitativa quanto qualitativa. A análise quantitativa considera o desempenho econômico e financeiro, enquanto que a parte qualitativa da metodologia avalia as perspectivas dos desdobramentos das políticas adotadas pelos governos.

No Quadro 2 estão relacionados os fatores-chaves para a definição dos *ratings* e seus *scores*, sendo que estes últimos recebem as notas de 1 a 6 e também as avaliações qualitativas, que podem rebaixar ou elevar a nota de cada *score*.

Quadro 2 - Fatores-chaves do rating soberano e seus respectivos scores

<b>Fatores-chaves do rating soberano</b>	<b>Score relacionado</b>
Eficácia institucional e de governança	Score de eficácia institucional e de governança
Estrutura econômica e as perspectivas de crescimento econômico	Score econômico
Liquidez externa e a posição de investimento internacional	Score externo
Performance e a flexibilidade fiscais	Score fiscal
Flexibilidade monetária	Score monetário

Fonte: S&P (2013, p. 3)

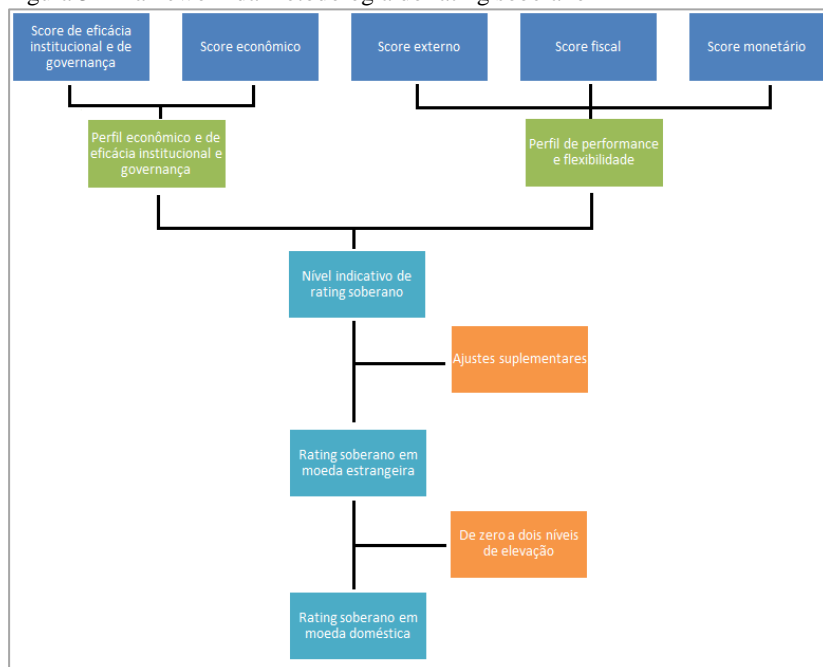
A combinação desses 5 *scores* forma dois perfis sobre a capacidade de pagamentos dos países. O perfil econômico e de eficácia institucional e de governança reflete a visão da S&P sobre a resiliência da economia do país, da força e estabilidade de suas instituições civis e da eficácia da formulação de políticas. A nota desse perfil é dada pela média dos scores “eficácia institucional e de governança” e “econômico”. (S&P, 2013, p. 3)

O segundo perfil diz respeito à visão da S&P sobre a sustentabilidade do equilíbrio fiscal e peso da dívida, levando-se em consideração a posição externa do país e as flexibilidades das políticas fiscais e monetárias do país. A média dos scores “externo”, “fiscal” e “monetário” determina a nota desse perfil. (S&P, 2013, p. 3)

A Figura 3 elucida de forma didática a relação entre os componentes da metodologia do *rating* soberano da S&P. Primeiramente, apresentam-se os *scores* e suas relações para formarem os dois perfis. As notas desses dois perfis formam o nível indicativo de *rating* soberano, que após sofrer ajustes derivados de análises qualitativas, dá lugar ao *rating* soberano em moeda estrangeira de longo prazo, que é o *rating* tratado nesse estudo. Para *rating* soberano em moeda doméstica normalmente há elevações, derivadas da capacidade do governo em honrar compromissos financeiros em sua própria moeda.



Figura 3 - Framework da metodologia do rating soberano



Fonte: Elaborado pela autora com base em S&P (2013, p.2).

### 3.3.2 Grade de notas do rating soberano

Os *ratings* de crédito podem ser divididos em *ratings* de longo prazo e de curto prazo. Os *ratings* de curto prazo estão relacionados a obrigações de curto prazo, que na maioria dos Estados são classificadas como possuindo maturidade inferior ou igual a 365 dias. Consequentemente, os *ratings* de longo prazo dizem respeito à *ratings* de crédito de obrigações com prazos de maturidade superiores a 1 ano. (S&P, 2014, p.1)

Os *ratings* de curto prazo e de longo prazo possuem diferenças de notação, sendo relevante para o presente estudo o *rating* de longo prazo e, por isso, esse foi melhor explicado.

Os *ratings* de curto prazo variam da notação A-1 (a mais elevada) até D (a mais baixa), sendo que na notação mais elevada pode haver a colocação de um sinal +, indicando que a capacidade do emissor é extremamente alta em cumprir suas obrigações financeiras. (S&P,

2014). O *rating* de longo prazo possui as seguintes notações mostradas abaixo:

- I. Grau de investimento
  - a. AAA: O emissor tem uma capacidade extremamente forte de cumprir suas obrigações financeiras;
  - b. AA (AA+, AA, AA-): O emissor tem uma capacidade muito forte de cumprir suas obrigações financeiras;
  - c. A (A+, A, A-): O emissor tem uma capacidade forte de cumprir suas obrigações financeiras, mas é mais suscetível a efeitos adversos de mudanças econômicas do que os emissores de notações superiores;
  - d. BBB (BBB+, BBB, BBB-): O emissor tem uma capacidade adequada de cumprir suas obrigações financeiras, mas é mais suscetível a que efeitos adversos de mudanças econômicas levem a fraquezas na capacidade de honrar seus compromissos financeiros;
- II. Grau especulativo
  - a. BB (BB+, BB, BB-): O emissor é menos vulnerável no curto prazo do que os emissores classificados em notações inferiores. Entretanto, tem certa exposição a incertezas contínuas, de natureza econômica e financeira, que podem tornar a capacidade de cumprir seus compromissos financeiros inadequada;
  - b. B (B+, B, B-): O emissor é mais vulnerável do que o emissor classificado como BB. Possui capacidade de cumprir seus compromissos financeiros, mas condições financeiras, econômicas e que afetem os negócios, podem dificultar a capacidade e a boa vontade do emissor para cumprir seus compromissos financeiros;
  - c. CCC: O emissor é atualmente vulnerável e depende de condições favoráveis para cumprir suas obrigações financeiras;
  - d. CC: O emissor é atualmente muito vulnerável, mas ainda não aconteceu o default. Contudo, esta notação é utilizada quando a S&P espera que o default ocorra;
- III. Default (Inadimplência)
  - a. C: Esta notação é dada ao emissor que a S&P acredita que estará na situação de default seletivo, ou seja, alguns tipos de obrigações não serão cumpridas nos prazos estipulados, enquanto outras continuarão a serem pagas;

- b. D: Esta notação é dada ao emissor que a S&P acredita que se tornará inadimplente de forma generalizada, ou seja, que não será paga parte substancial de suas obrigações financeiras.

### 3.4 MOODY'S INVESTORS SERVICE

John Moody foi o fundador da atual Moody's Investors Service. Em 1900, foi fundada a John Moody & Company que publicou um manual de investimentos em títulos corporativos. O manual fornecia informações e estatísticas sobre ações e títulos de instituições financeiras, agências governamentais e empresas. (MOODY'S, [s./d.])

Quando o mercado acionário sofreu uma crise em 1907, a empresa de Moody não tinha capital suficiente para sobreviver e ele foi forçado a vendê-la. Em 1909, a empresa reabriu com a proposta de oferecer aos investidores uma análise da segurança dos investimentos. (MOODY'S, [s./d.])

Em 1913, houve a expansão da base de empresas analisadas, com o lançamento de sua avaliação de empresas industriais e de serviços públicos. Nessa época, os "*ratings* Moody" haviam se tornado um fator importante no mercado de títulos. Em primeiro de julho de 1914, a Moody's Investors Service foi incorporada. Nesse mesmo ano, a Moody's começou a expandir a cobertura de classificação para as obrigações emitidas por municípios dos EUA. (MOODY'S, [s./d.])

Na década de 1970, os *ratings* da Moody's foram posteriormente estendidos para o mercado de *commercial papers* e depósitos bancários. A partir dessa década, as principais agências de classificação do risco de crédito, incluindo a Moody's, começaram a prática de cobrar dos emissores os serviços de classificação. (MOODY'S, [s./d.])

Em 1974, a Moody's realizou a primeira análise sobre um país, que foi a Austrália. Três anos mais tarde, a Suécia também foi avaliada. (YWATA, 2012)

Atualmente, a Moody's Investors Service é controlada pela *holding* Moody's Corporation, sendo sua função produzir pesquisas e análises sobre entidades comerciais e governamentais. Sua grande abrangência atual faz com que esteja presente em mais de 100 países e realize análises de 12 mil emissores privados, 29 mil emissores públicos e 96 mil títulos financeiros estruturados. (YWATA, 2012)

### 3.4.1 Metodologia do rating soberano

A Moody's não disponibiliza a metodologia do *rating* soberano para não assinantes. Contudo, algumas de suas publicações referentes a mudanças na metodologia ajudam a traçar um cenário geral da metodologia utilizada, levantando pelo menos os principais fatores relevantes.

Assim, na publicação *Proposed Refinements to the Sovereign Bond Rating Methodology* (MOODY'S, 2012), a Moody's apresenta algumas mudanças metodológicas e pede comentários para os *players* do mercado financeiro. Contudo, como a análise desse estudo se concentra majoritariamente no período antes das modificações, afirma-se que a metodologia “antiga” dessa publicação era a metodologia em voga durante os rebaixamentos e elevações das notações de *rating* soberano que esta ACR impôs ao Brasil.

A publicação mencionada afirma que a metodologia de avaliação de risco de crédito é baseada na interação de quatro fatores-chaves: robustez econômica, institucional e fiscal e a suscetibilidade de um evento de risco. (MOODY'S, 2012)

O Quadro 3 indica as variáveis relevantes para cada fator chave. Assim, para o fator “Robustez Econômica”, destacam-se o Produto Interno Bruto, seu crescimento e volatilidade. Em relação ao fator “Robustez Institucional”, há a utilização de indicadores conhecidos de governança, devido à própria natureza subjetiva do tema. Vale ressaltar a importância da inflação, seu nível e volatilidade, na metodologia da Moody's, sendo estas variáveis *proxys* da credibilidade e eficácia políticas.

No fator-chave “Robustez Fiscal” ganha relevância a dívida pública em comparação com outras variáveis econômicas. O fator-chave “Suscetibilidade de Evento de Risco” é o mais diverso, pois abrange o risco político, de liquidez do governo, externo e do setor bancários. Ressalta-se ainda a relevância dos fatores de ajustamento para o *rating* soberano.

Quadro 3 - Fatores-chaves, subfatores e indicadores da metodologia do rating soberano da Moody's

Fatores-chaves	Subfatores	Indicadores dos subfatores
Robustez Econômica	Dinâmica de crescimento	Crescimento médio do PIB real
		Volatilidade do crescimento PIB real
		Indicador de competitividade Global
	Escala da economia	PIB nominal
	Riqueza	PIB per capita (PPP)
Fator de ajustamento	Boom de crédito	
Robustez Institucional	<i>Framework</i> <sup>1</sup> e eficácia institucionais	Indicador de eficácia governamental
		Indicador da segurança jurídica ( <i>rule of law</i> )
		Indicador de controle da corrupção
	Credibilidade e eficácia políticas	Nível de inflação
		Volatilidade da inflação
Fator de ajustamento	Registro de default	
Robustez fiscal	Peso da dívida	Dívida pública/PIB
		Dívida pública/Receitas
	<i>Debt Affordability</i>	Pagamento de juros pelo governo/Receita
		Pagamento de juros pelo governo/PIB
	Fator de ajustamento	Tendência da dívida
		Endividamento do governo em moeda estrangeira/endividamento do governo
		Outras dívidas do setor público
Ativos financeiros ou fundos soberanos do setor público		
Suscetibilidade de evento de risco	Risco político	Risco político doméstico
		Risco geopolítico
	Risco de liquidez do governo	<i>Fundamental Metrics</i>
		<i>Market Funding Stress</i>

<sup>1</sup> Algumas palavras não foram traduzidas, tendo em vista a necessidade de manter o significado original presente em Moody's (2012, p. 4).

	Risco do setor bancário	Robustez do sistema bancário
		Tamanho do sistema bancário
		<i>Funding Vulnerabilities</i>
	Vulnerabilidade de risco externo	Conta corrente do Balanço de Pagamentos
		Indicador de vulnerabilidade externa
		Posição líquida de investimento internacional

Fonte: Moody's (2012, p. 4)

### 3.4.2 Grades de notas do rating soberano

A Moody's mantém dois sistemas de classificação de risco, chamados de *Moody's Global Scale* e *Moody's US Municipal Scale*. O *Moody's Global Scale* se refere aos *ratings* atribuídos a instituições não financeiras e financeiras, emissores soberanos e subnacionais fora dos EUA, e as obrigações financeiras estruturadas. (MOODY'S, 2009)

Em relação à *Moody's US Municipal Scale*, esta engloba *ratings* atribuídos aos governos estaduais e municipais, organizações sem fins lucrativos e entidades relacionadas que emitem dívida no mercado de títulos dos EUA. (MOODY'S, 2009, p. 7)

O *rating* soberano é classificado de acordo com a *Moody's Global Scale* de longo prazo. Abaixo se mostra em detalhes as notações de *rating* de crédito que são atribuídas aos países, sendo que a notação de *rating* mais alta é Aaa e a mais baixa é C.

- I. Grau de investimento
  - a. Aaa: O mais alto grau, com menor risco de crédito;
  - b. Aa (Aa1; Aa2; Aa3): Alto grau, com muito baixo risco de crédito;
  - c. A (A1; A2; A3): Grau superior à média, sendo sujeito a baixo risco de crédito;
  - d. Baa (Baa1; Baa2; Baa3): Sujeito a risco de crédito moderado, sendo considerados de grau médio e podem possuir certas características especulativas;
- II. Grau especulativo
  - a. Ba (Ba1; Ba2; Ba3): É considerado como tendo elementos especulativos, sendo sujeito a risco de crédito substancial;
  - b. B (B1; B2; B3): É considerado como grau especulativo e está sujeito a risco de crédito alto;

- c. Caa (Caa1; Caa2; Caa3): Grau especulativo de risco de crédito muito alto;
- III. Default (Inadimplência)
- a. Ca: Grau extremamente especulativo e com provável default, havendo alguma perspectiva de recuperação do principal e juros;
  - b. C: O mais baixo grau de classificação, estando normalmente em default, com poucas perspectivas de recuperação do principal ou dos juros.

### 3.5 FITCH RATINGS

A atual ACR Fitch Ratings é fruto da fusão da Fitch IBCA com a Duff & Phelps Credit Rating Co. ocorrida em 2000. Nesse mesmo ano, foi incorporada a empresa especializada em análise de instituições financeiras, a Thompson BankWatch (FITCH, [s./d.]a). Contudo, sua história remonta o ano de 1913, quando, em Nova Iorque, John Knowles Fitch fundou a empresa Fitch Publishing Company. (YWATA, 2012)

Atualmente, a Fitch possui operações em mais de 30 países. Essa ACR atribui *ratings* de crédito a diversas instituições financeiras, sendo mais de 3.500 bancos, 100 países e cerca de 1.700 empresas e 1.100 seguradoras. (FITCH, [s./d.]a)

Em relação aos seus serviços para a América Latina, a Fitch afirma ser a pioneira no fornecimento de informações detalhadas a essa região, tanto em termos de avaliação de empresas quanto de países. No Brasil, a Fitch se estabeleceu em 1997, substituindo um escritório de representação existente anteriormente. (FITCH, [s./d.]a)

Segundo Ywata (2012), a Fitch é a menor das três agências reconhecidas pela SEC e presentes neste estudo. Seu papel no mercado de classificação de risco é o de “*tie breaker*”, ou seja, quando há divergência entre os anúncios da Moody’s e Standard and Poor’s, a opinião da Fitch reforça um anúncio, que será o levado em consideração no mercado.

#### 3.5.1 Metodologia do rating soberano

Diferentemente das metodologias da Moody’s e S&P, a Fitch publicou uma metodologia mais subjetiva, apenas demonstrando quais indicadores são levados em consideração para a elaboração do *rating* soberano, mas não esquematizou como esses indicadores se relacionam

entre si, seus pesos e etc. Assim, essa subseção traz, de forma sintética, algumas considerações sobre a metodologia do rating soberano da Fitch.

A metodologia da Fitch, e das demais ACRs, está baseada na função de avaliar a capacidade e a disposição do país em gerar as divisas necessárias para cumprir suas obrigações financeiras. (FITCH, 2002)

Segundo a Fitch, no relatório sobre *rating* soberano disponível para não assinantes, a metodologia do *rating* soberano se baseia nos casos modernos de *default* e quase *default* para estabelecer um conjunto de indicadores-chave. Estes indicadores são incorporados em um modelo de risco, que tem seu resultado convertido em notações de longo prazo. (FITCH, 2002)

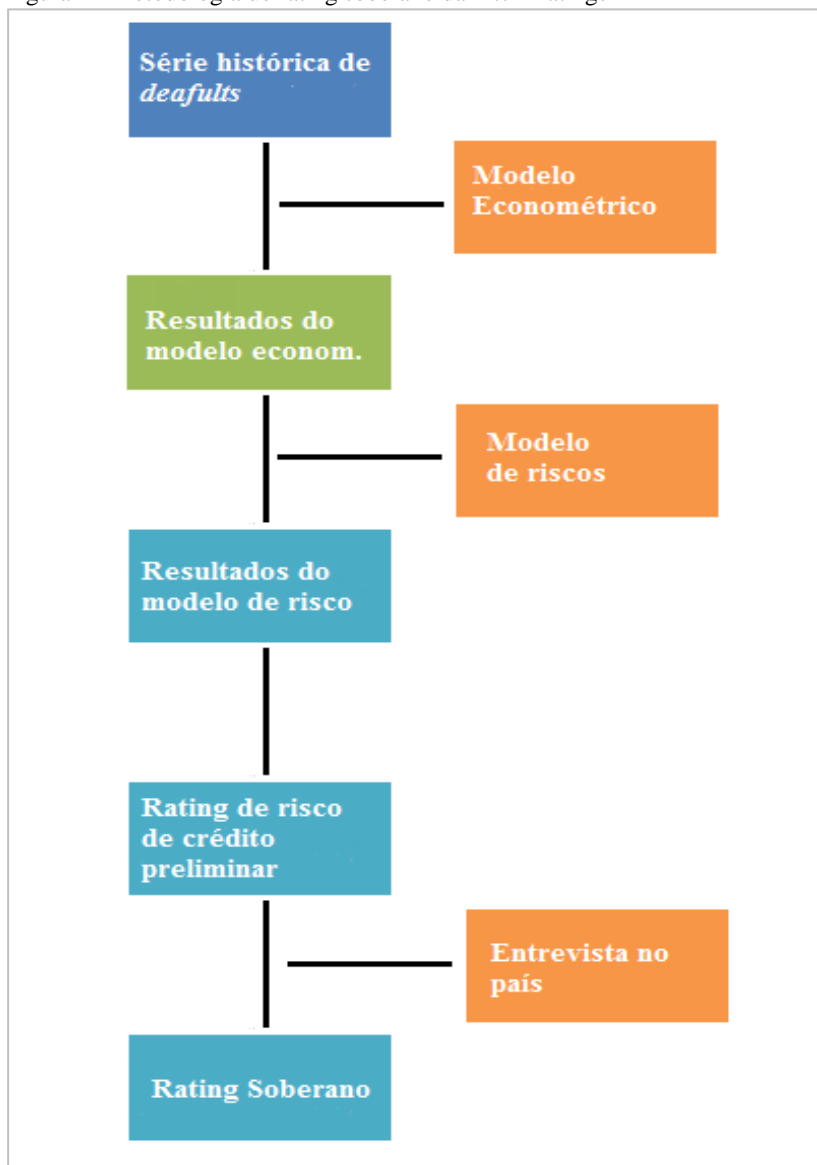
Contudo, apesar do dito comprometimento, por parte da ACR, com a exploração de todos os meios de análise para melhorar o modelo de risco, a Fitch enfatiza que mesmo os mais sofisticados modelos de econometria são incapazes de dar certeza, devido à relativa falta de exemplos de *default* existentes, chegando a afirmar que (FITCH, 2002):

A classificação do rating soberano depende mais da arte da economia política do que sobre a ciência da econometria. Isso depende do julgamento cuidadoso de analistas experientes sobre a durabilidade da política e os valores dos decisores políticos, tanto quanto em uma avaliação intransigente das perspectivas para o potencial de exportação de um país. (FITCH, 2002, p. 4)

Assim, “as entrevistas realizadas com os formuladores de políticas são essenciais para a correta compreensão da política fiscal e monetária, sendo considerada o melhor indicador dos problemas atuais”, podendo fornecer um ajuste ao resultado dos modelos econométricos (FITCH, 2002, p. 5). A Figura 4 mostra de forma simplificada a metodologia da Fitch.



Figura 4 - Metodologia do rating soberano da Fitch Ratings



Fonte: Elaboração própria a partir de Fitch (2002).

A lista de principais indicadores utilizados pela Fitch para a determinação do *rating* soberano é mostrada abaixo (FITCH, 2002)

- Fatores demográficos, educacionais e estruturais;
- Análise do mercado de trabalho;
- Estrutura da renda e do comércio;
- Dinamismo do setor privado;
- Análise das restrições ao crescimento no médio prazo;
- A política macroeconômica;
- Política comercial e de investimento estrangeiro;
- Bancos e finanças;
- Ativos externos;
- Passivos externos;
- Política e Estado;
- Posição internacional.

### 3.5.2 Grades de notas do rating soberano

A classificação do risco de crédito da Fitch é muito semelhante à utilizada pela S&P, sendo o *rating* mais elevado o AAA e a pior classificação D. A Fitch também apresenta as classificações intermediárias representadas pelos sinais positivo e negativo. Abaixo se apresenta a classificação de risco da Fitch retirada do estudo de Ricardo Ywata (2012).

- I. Grau de investimento
  - a. AAA: Capacidade extremamente forte de cumprir as obrigações financeiras;
  - b. AA (AA+, AA, AA-): Capacidade muito forte de cumprir as obrigações financeiras;
  - c. A (A+, A, A-): Capacidade forte de cumprir as obrigações financeiras, mas suscetível a efeitos adversos de mudanças econômicas;
  - d. BBB (BBB+, BBB, BBB-): Capacidade adequada de cumprir as obrigações financeiras, mas é mais suscetível a que efeitos adversos de mudanças econômicas levem;
- II. Grau especulativo
  - a. BB (BB+, BB, BB-): Menos vulnerável no curto prazo, mas enfrenta incertezas contínuas, de natureza econômica

- e financeira, que podem tornar a capacidade de cumprir os compromissos financeiros inadequada;
- b. B (B+, B, B-): Mais vulnerável às condições financeiras, econômicas e que afetem os negócios, mas tem atualmente capacidade de cumprir seus compromissos;
  - c. CCC: Atualmente vulnerável e depende de condições favoráveis para cumprir as obrigações financeiras;
  - d. CC: No momento, altamente vulnerável;
- III. Default (Inadimplência)
- a. C: Foi apresentado o pedido de falência ou ação semelhante, mas os pagamentos ou compromissos estão sendo cumpridos;
  - b. D: Inadimplente.



#### 4 O RATING SOBERANO DO BRASIL DE 2002 A 2013

Esta seção tem como objetivo principal mostrar os argumentos das ACRs para rebaixarem ou elevarem o *rating* soberano do Brasil. Para isso, foi utilizado o período de análise de 2002 a 2013. Nesse período ocorreram mais elevações (*upgrades*) do *rating* soberano do Brasil do que (rebaixamentos) *downgrades*, ou seja, ocorreram mais melhorias no risco de crédito do que pioras, como se pode notar na Tabela 1.

Tabela 1 - Ratings Soberanos do Brasil (2002-2013)

Ano	Dia/mês	Moody's	S&P	Fitch
2001	31/dez.	B1	BB-	BB-
2002	20/jun.			B+
2002	12/ago.	B2		
2002	21/out.			B <sup>2</sup>
2003	29/abr.		B+	
2003	06/nov.			B+
2004	09/set.	B1		
2004	17/set.		BB-	
2004	28/set.			BB-
2005	12/out.	Ba3		
2006	20/fev.		BB	
2006	28/jun.			BB
2006	31/ago.	Ba2		
2007	10/mai.			BB+
2007	16/mai.		BB+	
2007	23/ago.	Ba1		
2008	30/abr.		BBB-	
2008	29/mai.			BBB-
2009	22/set.	Baa3		
2011	04/abr.			BBB
2011	20/jun.	Baa2		
2011	17/nov.		BBB	

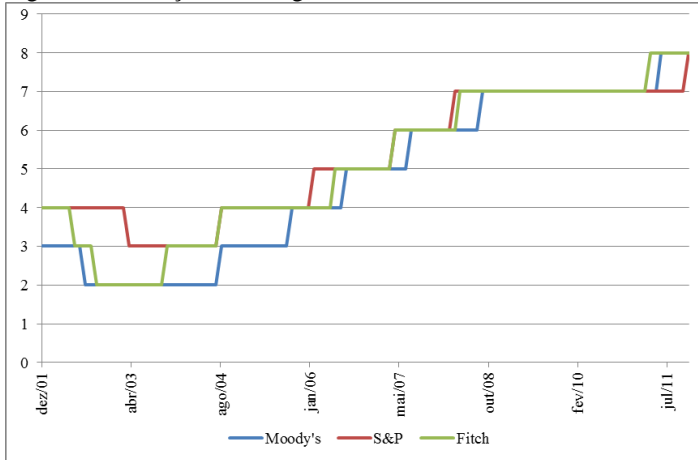
Fonte: Ywata (2012, p. 2002) complementado por Country Economy ([s./d.]).

Essas mudanças nos *ratings* refletem um processo de melhoria do risco de crédito do Brasil perante os investidores internacionais no período analisado. Na Figura 5 se consegue perceber claramente a evolução do *rating* soberano do Brasil. Para entender a figura basta

<sup>2</sup> Não foram encontradas reportagens sobre esse anúncio de *rating*.

observar a correspondência da escala numérica com a notação do *rating* presente na Tabela 2.

Figura 5 - Evolução do rating soberano do Brasil



Fonte: Elaboração própria a partir de Ywata (2012, p. 2002), complementado por Country Economy ([s./d.]).

Pode-se dividir o período estudado em três subperíodos: o período do rebaixamento (2002-2003), o período de melhoria do *rating* soberano (2004-2007) e o período de obtenção e manutenção do grau de investimento (2008-2013). A partir dessa divisão é estruturado esse capítulo.

Tabela 2 - Correspondência entre as notações de rating e a escala numérica

<b>Escala Numérica</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>	<b>S&amp;P</b>
16	Aaa	AAA	AAA
15	Aa1	AA+	AA+
14	Aa2	AA	AA
13	Aa3	AA-	AA-
12	A1	A+	A+
11	A2	A	A
10	A3	A-	A-
9	Baa1	BBB+	BBB+
8	Baa2	BBB	BBB
7	Baa3	BBB-	BBB-
6	Ba1	BB+	BB+
5	Ba2	BB	BB
4	Ba3	BB-	BB-
3	B1	B+	B+
2	B2	B	B
1	B3	B-	B-

Fonte: Elaboração própria (2014).

A partir do que foi exposto na seção anterior sobre a metodologia utilizada pelas ACRs para o cálculo do *rating* soberano, juntamente com as informações sobre o *rating* soberano do Brasil durante alguns anos, obtidas por meio de relatórios das ACRs e artigos de jornais, pretende-se evidenciar os argumentos das ACRs para as mudanças do *rating* soberano nos subperíodos mencionados.

#### 4.1 PERÍODO DE REBAIXAMENTOS NO RATING SOBERANO DO BRASIL (2002-2003)

O ano inicial deste estudo, 2002, foi conturbado devido à eleição do candidato Luís Inácio Lula da Silva. Nesse ano, houve sucessivos rebaixamentos do *rating* soberano do Brasil. O primeiro rebaixamento ocorreu em 20 de junho de 2002 pela ACR Fitch Ratings, no inicial do período de acirramento da disputa eleitoral brasileira. A Fitch reduziu o *rating* soberano do Brasil de BB- para B+, isso significa que o país estava exposto às condições financeiras, econômicas e que afetam os

negócios, mas que tinha condições de cumprir os compromissos já assumidos, mostrando, então, preocupação com as perspectivas de longo prazo.

Segundo reportagem do jornal Folha de São Paulo, o fator decisivo do rebaixamento foi à preocupação dos investidores financeiros com a liderança do petista Luiz Inácio Lula da Silva nas pesquisas de intenção de voto. Assim, deve-se indagar o porquê da precipitação das ACRs sobre o *rating* soberano do Brasil. Contudo, a Fitch citou outros motivos além do humor dos investidores, como a vulnerabilidade da dívida pública do Brasil e do balanço de pagamentos. (FOLHA DE SÃO PAULO, 2002)

Claramente observa-se que os argumentos utilizados pela Fitch estavam baseados em perspectivas de que um governo de esquerda poderia não honrar os compromissos financeiros assumidos pelo Brasil e, portanto, seguir políticas diferentes das do governo anterior. Assim, o rebaixamento não ocorreu por mudanças estruturais na capacidade do país de honrar seus compromissos, evidenciando que muitas vezes a classificação de risco de crédito dá-se em função do “ânimo” do mercado, algo de curto prazo, não condizente com a metodologia de longo prazo.

Nesse mesmo ano, a Moody's rebaixou o *rating* soberano brasileiro de B1 para B2, assinalando aos agentes do mercado financeiro que os títulos brasileiros, além de serem de grau especulativo, tiveram um aumento do risco de crédito, que já era muito alto.

O rebaixamento da Moody's imposto ao Brasil ocorreu nesse cenário da eleição presidencial. Contudo, segundo os argumentos da Moody's não era o fato de um candidato petista estar na frente nas pesquisas que ocasionou aumentos do risco de crédito do Brasil, mas sim as já sentidas pressões fiscais (dificuldades de superávits primários) e a depreciação da taxa de câmbio R\$/US\$, como se pode observar abaixo:

[...] Não importa qual candidato vença a eleição presidencial, o novo governo vai enfrentar crescentes pressões fiscais que podem se traduzir em riscos para o setor externo, especialmente como a depreciação da moeda e o consequente aumento da carga das dívidas em dólar. (MOODY'S, 2002, p. 1)



Posteriormente, em 2003, foi a vez da S&P rebaixar a notação brasileira de BB- para B+, colocando o *rating* soberano na mesmo patamar que o da Fitch. Como afirmou Lisa Schineller, analista de *rating* soberano da S&P, “um gerenciamento fiscal cada vez mais apertado é essencial para manter a relação dívida/PIB nos níveis atuais”. Além disso, ela afirma que a medida de rebaixamento é justificada pelas preocupações mais destacadas do mercado com incertezas políticas. (ESTADÃO, [s./d.]

Dessa forma, nos episódios de rebaixamento do *rating* soberano, as justificativas das ACRs se concentraram nas perspectivas de crescimento da dívida pública, derivadas das dificuldades fiscais. Contudo, como afirmou a Fitch e a representante da S&P, o temor do mercado sobre a posse de um presidente opositor foi refletido no aumento do risco de crédito, pois se acreditava que poderia haver uma descontinuidade entre as políticas econômicas do antigo governo, claramente neoliberais, e as políticas de um governo de esquerda, além do possível não pagamento das dívidas pelo Brasil. Assim, evidencia-se a pressão ocorrida por meio das ACRs nas eleições de 2002.

#### 4.2 PERÍODO DE MELHORIA DO RATING SOBERANO DO BRASIL (2004-2007)

O período que se seguiu aos rebaixamentos foi de melhoria na percepção das ACRs sobre a capacidade e intensão do governo brasileiro de honrar seus compromissos financeiros. Assim, durante o restante do período estudado nesta dissertação, o *rating* soberano do Brasil obteve elevações até alcançar a classificação de grau de investimento em 2008.

A primeira ACR a elevar o *rating* soberano do Brasil foi a Fitch, que o elevou de B para B+ em novembro de 2003. O principal argumento da agência foi o da ocorrência do acordo preventivo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Segundo essa ACR, o acordo demonstra o comprometimento das autoridades do Brasil com um conjunto de políticas fiscais apropriadas, ou seja, restritivas. (ESTADÃO, 2003)

Os argumentos para a elevação do *rating* soberano do Brasil pela Fitch não demonstram que o anúncio esteve baseado em melhorias concretas, mas sim em perspectivas que, claramente, assinalam uma posição mais conservadora das políticas econômicas brasileiras, por isso esse *rating* não foi analisado no estudo empírico, além do fato de ter

ocorrido no mesmo ano de um importante rebaixamento, o que poderia causar problemas nos resultados.

A Moody's elevou o *rating* soberano de B2 para B1 em 09 de setembro de 2004, antecipando-se a S&P. Os principais argumentos giram em torno da expansão das exportações combinada com a melhoria da dependência de empréstimos em moeda estrangeira. Além disso, a Moody's ressaltou o alto nível de receitas públicas para estabilizar a relação com receitas/dívidas. (MOODY'S, 2004)

No último parágrafo do *Rating Action*, relatório de anúncio de mudanças nos *ratings*, a Moody's deixa claro quais políticas o Brasil deve adotar ou manter para melhor sua classificação do risco de crédito, que no caso, são a política fiscal restritiva e um regime de taxa de câmbio completamente flutuante (MOODY'S, 2004).

Logo em seguida ao anúncio da Moody's, a S&P também anunciou o *upgrade* do *rating* soberano do Brasil, saindo de B+ para BB-. Segundo reportagem do portal de notícias UOL, Standard & Poor's elevou o *rating* soberano para BB- devido à dinâmica fiscal e firme condução da política macroeconômica, refletindo as expectativas do mercado para um superávit primário mais elevado. (MACHADO, 2004)

Poucos dias após o anúncio da S&P, a Fitch elevou novamente o *rating* soberano do Brasil, agora para a notação BB-. Segundo reportagem do jornal Folha de São Paulo, a Fitch argumentou que a mudança na nota refletiu a melhora da economia, do desempenho balança comercial, a redução do nível de endividamento público externo e o compromisso com políticas macroeconômicas sólidas, como o aperto fiscal, mostrando que o governo brasileiro havia seguido as recomendações das ACRs. (FOLHA DE SÃO PAULO, 2004).

Em outubro de 2005, a Moody's reviu novamente a classificação de risco do Brasil, que passou a se situar em Ba3. Esse *rating* ainda é considerado como tendo elementos especulativos e sendo sujeito a risco de crédito substancial, evidenciando o caminho ainda a percorrer para alcançar o grau de investimento (Baa3). No *Rating Action*, a Moody's explicitou os motivos para a elevação do *rating* soberano brasileiro, como se pode observar na citação abaixo.

Moody's disse que a melhoria do perfil de crédito do Brasil está baseada na presença de uma política econômica que tem se mostrado favorável a um ambiente macroeconômico estável e nas evidências de mudanças fundamentais no setor de exportação que têm reforçado o desempenho global das exportações do Brasil. (MOODY'S, 2005)

No decorrer das explicações, a Moody's utiliza os mesmos argumentos para a elevação ocorrida um ano antes, ou seja, a melhoria do superávit primário e o desempenho das exportações. Contudo, claramente a ACR afirma que:

Mudanças estruturais no setor produtivo do Brasil serviram para aumentar a competitividade internacional do setor de exportação [...] os benefícios de produtos e mercados diversificados, uma condição que atenua os choques externos relacionados às mudanças no ambiente internacional. (MOODY'S, 2005)

Segundo o IPEA, desde 2005, o Brasil vem perdendo *market share* em todos os produtos de sua pauta de exportações, com exceção das *commodities*, sendo relevantes as quedas nas vendas externas de produtos de média e alta complexidade tecnológica. Esse processo, chamado pelos pesquisadores do IPEA de primarização das exportações brasileiras, é resultado do preço das *commodities* no mercado internacional e da perda de competitividade de todos os outros setores no comércio industrial. (IPEA, 2011)

Assim, a afirmação da Moody's é infundada e está baseada em indicadores de curto prazo do ano de 2005, no qual houve o avanço significativo das exportações brasileiras devido ao crescimento de parceiros comerciais importantes, principalmente a China e a América Latina, sendo que naquele ano o Brasil exportou produtos de maior complexidade tecnológica. (BBC, 2006)

Alguns meses após o anúncio da Moody's, a S&P anunciou a elevação do *rating* soberano do Brasil, saindo de BB- para BB, apenas duas notas abaixo do grau de investimento, mostrando que essa ACR é mais ousada em suas classificações, assim, como a Fitch. A justificativa da S&P gira em torno da diminuição da vulnerabilidade da dívida em relação às flutuações do câmbio e da taxa de juros, sendo as

razões para a diminuição dessa vulnerabilidade: a eliminação de toda a dívida atrelada ao dólar emitida localmente, a redução da porcentagem de dívida atrelada à taxa de juros e os esforços para facilitar o investimento estrangeiro no mercado de títulos. (REUTERS, 2006)

Seguindo a mesma tendência de elevação do *rating* soberano, em 28 de junho de 2006, a Fitch elevou o *rating* soberano do Brasil, argumentando a melhora contínua das finanças externas, pública e privada, do país e que a estrutura de política macroeconômica mostrou-se robusta diante das pressões políticas e do mercado financeiro. (REUTERS, 2006)

Em agosto de 2006, a Moody's elevou o *rating* soberano brasileiro para Ba2, situando-se a duas notações do grau de investimento. As razões ditas no *Rating Action* citam a diminuição da vulnerabilidade externa, assim como foi explicitado pela S&P e Fitch alguns meses antes. Contudo, o foco do *Rating Action* não foi justificar a elevação para Ba3, mas claramente reforçar a necessidade, segundo essa ACR, do governo brasileiro manter seu superávit primário através da busca de uma estrutura de despesas menos rígida. Assim, o vice-presidente da Moody's, Mauro Leos, afirmou que:

Apesar de um forte compromisso por parte das autoridades para alcançar 4,25% do PIB no superávit primário [...], o governo continua a enfrentar desafios fiscais significativos no médio prazo, derivados da presença de uma estrutura de despesa relativamente rígida. (MOODY'S, 2006)

O foco da Moody's na diminuição dos gastos governamentais explicita a ideologia neoliberal por trás das ACR, condizente com as políticas prescritas no Consenso de Washington para os países em desenvolvimento. No primeiro semestre de 2007, a ACR Fitch elevou o *rating* soberano do Brasil de BB para BB+, um nível anterior ao *investment grade*. Segundo a Fitch, o *upgrade* reflete a melhora significativa do balanço de pagamentos do Brasil, apoiada por políticas macroeconômicas prudentes e a acumulação de reservas internacionais. (FOLHA DE SÃO PAULO, 2007)

A partir de 2007, as reservas internacionais se tornaram um importante fator para o aumento do *rating* soberano, sendo consideradas como fundamentais para diminuição da vulnerabilidade externa perante a crise financeira internacional.

A S&P elevou o *rating* soberano do Brasil para BB+, última notação antes do grau de investimento, também em 2007. A S&P afirmou que a melhora de *rating* reflete a redução da vulnerabilidade fiscal e externa do País. Segundo Lisa Schineller, analista de *rating* da S&P, “o compromisso demonstrado pelo governo com a independência operacional do Banco Central e a política fiscal calibrada para manter a relação dívida/PIB em tendência declinante tem apoio amplo”. (PORTAL TERRA, 2007)

Nesse mesmo ano, a Moody's atualizou a notação de *rating* dada ao Brasil, elevando o *rating* soberano do Brasil para Ba1. O *Rating Action* dessa elevação foi o mais completo dos feitos pela Moody's no período estudado. Primeiramente, a Moody's justificou a elevação devido à melhoria observada no perfil de endividamento geral do governo, a antecipação de uma redução mais acelerada dos indicadores de endividamento do governo em um futuro próximo e a esperada continuação do fortalecimento dos indicadores de dívida externa. (MOODY'S, 2007)

Enfatizou-se também o acúmulo de reservas internacionais para fazer frente a choques externos, assim como a estrutura de exportações diversificada. Contudo, novamente parte considerável do *Rating Action* se dedicou a afirmar que a necessidade da manutenção de um elevado superávit primário, mas dessa vez, foi explícita a recomendação para conter os aumentos do salário mínimo, devido aos impactos na previdência. (MOODY'S, 2007)

#### 4.3 PERÍODO DO GRAU DE INVESTIMENTO (2008-2013)

No início de 2008, ano conturbado devido à crise financeira internacional, que ainda não havia adentrado fortemente aos países emergentes, a S&P elevou o *rating* soberano do Brasil para grau de investimento. A analista de risco da S&P, Lisa Schineller, ressalta que:

A elevação reflete o amadurecimento das instituições brasileiras e a estrutura de política, como foi evidenciado pelo alívio da carga de dívida fiscal e externa e (reflete) as melhores perspectivas de tendência de crescimento. [...] A dívida geral do governo continua mais alta do que a de muitos países classificados em 'BBB', mas um histórico bastante previsível de políticas fiscal e de administração de dívida pragmáticas mitigam esse risco. (ECONOMIA OUL, 2008)

A partir dos argumentos explicitados pela analista de risco da S&P, pode-se perceber, primeiramente, a forte preocupação que a questão fiscal representa quando se analisa o *rating* soberano do Brasil, sendo que o *score* fiscal representa apenas 1 dos 5 *scores* da metodologia da S&P. Além disso, a S&P assinalou que a política econômica “ortodoxa” é que confere ao Brasil previsibilidade e credibilidade, demonstrando a visão do mercado financeiro sobre quais políticas os governos devem implementar para ter acesso aos recursos externos.

Posteriormente, a Fitch elevou o Brasil ao grau de investimento. Os argumentos giram em torno da redução da vulnerabilidade externa do Brasil, além do aumento da estabilidade macroeconômica e melhoria das perspectivas de crescimento econômico de médio prazo, algo descolado do que realmente ocorreu, que foi um período conturbado e oscilatório do crescimento do PIB.

A Fitch também menciona a melhora nas finanças externas, em parte devido aos preços altos de *commodities*, mas também como resultado de “boas” políticas governamentais. (PORTAL TERRA, 2008)

Os argumentos da Moody’s sobre a elevação do *rating* dos títulos brasileiros a grau de investimento foram expostos no documento *Rating Action*. Neste documento de 2009, a Moody’s afirma que foram fatores primordiais para a elevação da notação: a resiliência da economia brasileira perante a crise financeira internacional de 2008; a ausência de desequilíbrios macroeconômicos e a melhora da estrutura da dívida. Contudo, a Moody’s recomendava a necessidade dos esforços brasileiros para o aumento do superávit primário, sendo este um dos argumentos mais persistentes nos *Rating Action* do Brasil. (MOODY’S, 2009)

Em 04 de abril de 2011, a Fitch publicou a melhoria na classificação de risco soberano do Brasil, passando o país de BBB- para BBB, um nível acima do grau de investimento. Segundo relatório do Tesouro Nacional, essa ACR destacou o potencial de crescimento da economia brasileira, propiciando a melhoria fiscal do governo de médio e longo prazo. A trajetória benigna do crescimento econômico brasileiro remete ao potencial de seu mercado doméstico e sua dinâmica recente, ligada à diversidade da economia, à grande e crescente classe média e ao positivo ciclo de investimentos. (BRASIL, 2011)

Os argumentos da Fitch se mostraram muito fracos se comparados ao que realmente aconteceu nos anos seguintes a 2011, sendo sentida a diminuição do crescimento e falta de competitividade de

muitos setores brasileiros, principalmente, os industriais, pois o que as ACRs costumam chamar de diversidade da economia é, na realidade, uma dependência de *commodities*, assim agiu a Moody's em 2005.

Nesse mesmo ano, o *rating* soberano brasileiro atingiu outro nível histórico na classificação da ACR Moody's, avançando para a notação Baa2. As razões para a Moody's elevar o *rating* soberano brasileiro estão presentes no relatório *Rating Action* de 20 de junho de 2011, um dia após o anúncio da elevação. As principais razões foram: alta resistência econômica que reflete a grande dimensão da economia e um grau relativamente elevado de diversificação das bases econômicas e de exportação; evidência de continuidade de políticas; uma estrutura de dívida pública associado com taxa de câmbio moderada. Argumentos semelhantes aos utilizados pela Fitch. (MOODY'S, 2011)

No final de 2011, a S&P elevou o *rating* soberano do Brasil para BBB, argumentando que o governo tem demonstrado seu compromisso de atingir as metas fiscais. Segundo Reuters, a S&P alegou que foi a política fiscal contida a responsável pela elevação. Além disso, a ACR espera que o governo persiga política fiscal e monetária cautelosas que, combinadas com a resiliência econômica do país, devam moderar o impacto de potenciais choques externos e sustentar as perspectivas de crescimento no longo prazo. (REUTERS, 2011)

A principal conclusão que se pode tirar dos argumentos das ACRs para elevar o *rating* soberano brasileiro ou das prescrições para futuras elevações está ligada a aceitação das políticas econômicas neoliberais como as melhores para um país, mesmo em um país emergente. Assim, volta-se a afirmar a importância das ACRs, pois elas sinalizam aos participantes do mercado financeiro, principalmente, investidores institucionais, se o país está seguindo as políticas econômicas consideradas adequadas. Os países que buscam outras estratégias de desenvolvimento são ameaçados com rebaixamentos de *rating* e a chamada opção-saída, como afirma Gilberto Dupas. Esse é o “metapoder” das finanças globais sobre os países (DUPAS, 2004, p. 9).

Além disso, enfatiza-se que as ACRs possuem ritmos de mudanças de *ratings* diferentes. A Moody's se mostra mais conservadora, já Fitch e S&P são mais ousadas nas mudanças, como pode ser observado no gráfico desse capítulo.





## 5 A INFLUÊNCIA DO RATING SOBERANO NOS TÍTULOS BRASILEIROS

Esse capítulo realiza um estudo empírico sobre a influência das mudanças do *rating* soberano do Brasil no rendimento de um título de renda fixa da dívida externa brasileira e no comportamento dos preços das ações no mercado de ações nacional. Além disso, busca-se identificar se houve mudanças no comportamento do risco-país do Brasil, frente às alterações no *rating* soberano brasileiro. Inicialmente, procede-se uma revisão sobre estudos empíricos semelhantes e, posteriormente, realiza-se a aplicação proposta.

### 5.1 REVISÃO DE ESTUDOS ANTERIORES SOBRE A INFLUÊNCIA DE RATINGS SOBERANOS EM TÍTULOS FINANCEIROS

A literatura relacionada às Agências de Classificação de Risco (ACRs) pode ser dividida em duas categorias principais, uma que se concentra nos determinantes e comportamentos do *rating* de crédito e outra que busca elucidar as influências dos *ratings* em ativos financeiros, principalmente em rendimentos dos títulos soberanos e *Credit Default Swaps* (CDS). Assim, o objetivo dessa seção é revisar artigos relacionados, principalmente, à segunda categoria, na qual o presente estudo se insere.

O artigo de Cantor e Packer (1996) é um estudo muito citado sobre as ACRs e trata das duas categorias enunciadas acima. Os autores discutem os determinantes do *rating* soberano, segundo a metodologia das principais ACRs (S&P e Moody's), e os impactos do *rating* sobre os rendimentos dos títulos soberanos. A conclusão do estudo se refere à importância de um pequeno número de fatores para o cálculo do *rating* soberano, que as duas agências conferem pesos semelhantes. Os principais fatores são: renda per capita, crescimento do PIB, inflação, equilíbrio fiscal e equilíbrio externo, dívida externa, desenvolvimento econômico e histórico de inadimplência. (CANTOR; PACKER, 1996)

Para avaliar a influência dos *ratings* sobre os rendimentos dos títulos soberanos, Cantor e Packer usaram a janela de dois dias (D-1, D, D+1), o que segundo eles diminui o problema de contaminação dos rendimentos por outras informações. O artigo enfatiza que os anúncios de *rating* soberano têm efeitos imediatos sobre os preços de mercado de emissões que não são grau de investimento. No entanto, a antecipação

do mercado não reduz significativamente o impacto de um anúncio de *rating* de crédito. (CANTOR; PACKER, 1996)

Os artigos mais recentes enfatizam a análise da influência do *rating* soberano sobre os rendimentos dos títulos soberanos e sobre o *Credit Default Swap* (CDS). O artigo de Afonso et al. (2012) se insere nesses novos estudos. Sua análise buscou mostrar as reações dos rendimentos dos títulos soberanos e CDS de países da União Europeia antes e após os anúncios das ACRs (S&P, Moody's, Fitch).

A conclusão do estudo de Afonso et al. (2012) aponta para respostas significativas nos *spreads* dos títulos diante das mudanças nas notações de *rating* e *outlooks*, particularmente no caso de anúncios negativos. Além disso, observaram-se evidências de que os anúncios de *rating* soberanos não são antecipados nos últimos 1 ou 2 meses e que os países que foram rebaixados a menos de seis meses enfrentam *spreads* mais elevados do que os países com a mesma classificação, mas que não tenham sido desclassificados nos últimos seis meses. (AFONSO et al., 2012)

Uma conclusão importante é o fato de que os eventos de *rating* negativo surpreendem os mercados, implicando que os fundamentos econômicos não são totalmente levados em consideração no mercado ou que os eventos de *rating* têm desviado os ativos das bases reais nesses eventos. (AFONSO et al., 2012)

O estudo de Ismailescu e Kazemi (2010) analisa o efeito de anúncios de mudanças de *rating* soberano sobre os *spreads* dos CDS de países emergentes e seus efeitos sobre CDS de outras economias emergentes. A principal conclusão alcançada é que os acontecimentos positivos têm um impacto maior sobre os mercados de CDS do que os anúncios negativos. (ISMAILESCU; KAZEMI, 2010)

Um estudo relevante brasileiro foi o desenvolvido por Markoski e Moreira (2010), no qual o *rating* soberano do Brasil foi relacionado com as variações no Ibovespa. Através da metodologia de estudo de eventos, os autores conseguem concluir que as mudanças no *rating* soberano (rebaixamentos, elevações e *outlooks* positivos e negativos) afetaram o Ibovespa, principalmente os anúncios negativos, evidenciando que não há antecipação perfeita por parte do mercado de capitais brasileiro.

Além das duas categorias de estudos representadas pelos artigos descritos acima, há outro tipo de estudo sobre as ACRs, referindo-se a qualidade das notações de crédito que as ACRs publicam. O artigo de Pennartz e Snoeij (2012) buscou analisar a qualidade dos anúncios de *ratings* das três principais ACRs (S&P, Moody's e Fitch) de acordo com os seguintes critérios: precisão, *timing* e estabilidade.

A avaliação de precisão diz respeito ao poder discriminatório dos *ratings* de crédito. A avaliação de *timing* diz respeito à adequação dos *ratings* às mudanças no risco de crédito efetivo. Ambas as dimensões são essenciais para o valor informativo de classificações. A dimensão estabilidade avalia se as ACRs moderam os movimentos voláteis do risco de crédito. Fundamentalmente, se a classificação é baseada em uma abordagem *point-in-time* ou em uma abordagem *through-the-cycle* de risco de crédito. (PENNARTZ; SNOEIJ, 2012)

Os resultados indicam que o S&P é a agência mais precisa e valora melhor a classificação atual, devido à agressividade de suas mudanças de *rating*. Os *ratings* de crédito da Moody's são os mais estáveis e também tem o maior poder de previsão de *default* em horizontes temporais de longo prazo. Além disso, percebe-se o papel subsidiário da Fitch para o caso analisado no artigo de Pennartz e Snoeij. (PENNARTZ; SNOEIJ, 2012)

As principais conclusões tiradas da revisão dos estudos empíricos resumidos acima apontam para diferentes interpretações da influência das avaliações de *rating* de crédito sobre os rendimentos de títulos, no caso *ratings* e títulos soberanos. Assim, cada análise só pode tirar conclusões específicas, sem generalizações.

Vale ressaltar que o estudo dos artigos acima determinou o papel subsidiário da Fitch Ratings. Contudo, isso pode ser verdade para países desenvolvidos, mas não o é para o Brasil, como é mostrado no decorrer deste capítulo, principalmente. No caso do presente estudo, se utiliza, nas seções seguintes, do conhecimento acumulado por muitos autores para tentar explicar eventos concretos da influência do *rating* soberano sobre rendimentos de títulos brasileiros.

## 5.2 A INFLUÊNCIA DO RATING SOBERANO NOS TÍTULOS BRASILEIROS E NO EMBI+BR (2002 - 2013)

Nessa seção são analisados os comportamentos: do *spread*<sup>3</sup> do título Global 2040, como representante dos títulos de renda fixa da dívida externa; do Ibovespa, que representa uma carteira de ativos representativa do mercado de ações brasileiro; e do *spread* soberano do EMBI+Br, como medida do risco-país do Brasil.

---

<sup>3</sup> O *spread* diz respeito à diferença de rendimento entre o título em questão e o rendimento dos títulos de menor risco no mercado internacional, que são os títulos públicos estadunidenses.

Contudo, pode-se indagar qual a racionalidade de verificar se houve mudanças no Ibovespa, que está relacionado a corporações empresariais, frente aos anúncios sobre o *rating* soberano. Segundo Markoski e Moreira (2010), os *ratings* soberanos podem ser considerados informações relevantes no mercado de ações, pois são limites superiores para as atribuições de classificação de risco corporativo.

Além disso, os anúncios de alterações nos *ratings* soberanos vêm acompanhados de justificativas, como mostra o capítulo anterior. Essas justificativas, por vezes, trazem informações sobre aspectos econômicos fundamentais para as empresas localizadas no Brasil, por exemplo. Assim, esses anúncios podem impactar o desempenho do Ibovespa.

Espera-se que os comportamentos do Global 2040, Ibovespa e EMBI+Br sejam condizentes com a relação risco-retorno, ou seja, quanto maior o risco, maior será o retorno. Portanto, as mudanças no *rating* soberano brasileiro devem ocasionar os seguintes comportamentos:

- Rebaixamento do *rating* soberano (*downgrade*): aumento do *spread* do Global 2040; aumento do *spread* soberano do EMBI+Br e queda dos pontos do Ibovespa;
- Elevação do *rating* soberano (*upgrade*): diminuição do *spread* do Global 2040; diminuição do *spread* soberano do EMBI+Br e aumento dos pontos do Ibovespa.

Para analisar as relações entre o *rating* soberano e o comportamento dos títulos, necessita-se, inicialmente, definir quais episódios de mudança de *rating* serão utilizados. Optou-se por não analisar todas as mudanças no *rating* soberano do Brasil de 2002 a 2013. Essa escolha deriva da absorção pelo mercado das informações do primeiro anúncio (o anúncio líder). Isto é, se, por exemplo, a ACR 1 elevou o *rating* soberano para BB+. Quando as outras ACRs também reagirem à mudança nos fundamentos de risco e fizerem o anúncio, os principais impactos sobre os retornos de títulos (Global 2040 e EMBI+BR) e ações (Ibovespa) já terão acontecido.

Desse modo, nesse estudo, supõe-se que a reação dos títulos e do EMBI+Br só ocorre no anúncio da primeira ACR a se pronunciar, o anúncio líder – conforme identificado na Tabela 3. Assim, é um pressuposto desse estudo que as avaliações das ACRs sobre um determinado país são convergentes no tempo e que as diferenças de

curto prazo – que podem captar um maior ou menor grau de conservadorismo da agência – são devidas ao *timing* em que as ACRs implementam suas reavaliações de *rating*.

Tabela 3 - Anúncios de rating soberano estudados

Ano	Dia/mês	Moody's	S&P	Fitch
2002	20/jun.			BB-/B+
2002	12/ago.	B1/B2		
2004	09/set.	B2/B1		
2006	28/fev.		BB-/BB	
2007	10/mai.			BB/BB+
2008	30/abr.		BB+/BBB-	
2011	04/abr.			BBB-/BBB

Fonte: Elaboração própria através de Ywata (2012) e Country Economy ([s./d.]).

Dessa forma, foram analisados sete anúncios de mudanças no *rating* soberano do Brasil, sendo a Fitch Ratings a ACR que mais vezes se adiantou às demais. Aliás, a Fitch é a ACR com mais mudanças de *rating* soberano brasileiro. Além disso, o caso emblemático de 2002 foi analisado duas vezes por ser um dos eventos de *rating* mais importantes desse período.

Em relação à metodologia empregada, de modo preliminar, são avaliadas as mudanças de curtíssimo prazo, basicamente entre o D-1 (dia anterior ao anúncio), D (dia do anúncio) e D+1 (dia posterior ao anúncio), a partir da verificação da taxa de variação entre esses dias.

Além da análise acima, optou-se por utilizar a metodologia de estudo de eventos. Neste procedimento, verifica-se o comportamento do spread dos títulos e do EMBI+Br em um dois períodos distintos: o primeiro, mais curto, referente à janela do evento; e um segundo, mais longo, referente ao que se pode denominar de comportamento normal ou sem o efeito do evento em questão (ou qualquer outro evento significativo nesse período de observação).

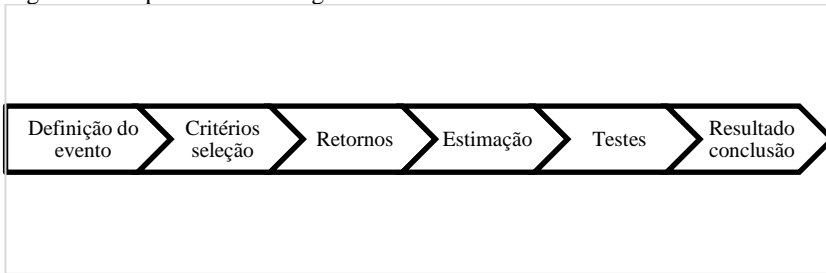
Em termos mais específicos, pode-se afirmar que a metodologia de estudo de eventos é um ramo da econometria, que tenta medir os efeitos de eventos econômicos sobre, por exemplo, o valor das empresas através da análise dos dados do mercado de ações (BEVERLEY, 2007). O estudo de eventos também é utilizado em Finanças para avaliar a

eficiência informacional do mercado de ações. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003)

Primeiramente, deve-se definir o que é um evento. Este pode ser definido como “uma informação pública, divulgada em um dado momento, que pode afetar o comportamento dos preços dos títulos e, conseqüentemente, seus rendimentos”. (LAMOUNIER; NOGUEIRA, [s./d.], p. 1)

A metodologia de estudo de eventos possui algumas etapas específicas, mostradas na Figura 6.

Figura 6 - Etapas da metodologia de Estudo de Eventos



Fonte: Elaboração própria a partir de Beverley (2007).

Inicialmente, necessita-se definir o evento (informação pública) que será estudado e seu período de análise, que é chamado de “janela do evento”. A janela do evento consiste em definir a data inicial de divulgação da informação e um período anterior e posterior a essa data, que seria o período de efeito das informações sobre o título (BEVERLEY, 2007). A análise do período anterior à data do anúncio visa identificar o período de referência do choque nos rendimentos que deve ocorrer a partir do anúncio, enquanto que o período posterior fornece evidências da velocidade e precisão do ajuste dos preços à informação. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003)

É na janela do evento que os retornos anormais – isto é, aqueles retornos acima da tendência histórica – são calculados. A definição do período da janela do evento tem efeitos sobre os resultados, entretanto, é comum se definir a janela do evento de forma arbitrária. (BEVERLEY, 2007)

Na metodologia de estudo de eventos é preciso identificar o retorno normal (sem o evento) e o anormal (com o evento). O retorno normal é definido como o retorno esperado sem a condição de que o evento ocorra, enquanto o retorno anormal é definido como o retorno

observado no período da janela do evento. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003)

Existem dois principais tipos de modelos para se estimar os retornos: econômicos e estatísticos. Modelos estatísticos utilizam ferramentas como a regressão linear. Modelos econômicos levam em consideração uma maior quantidade de informações, tais como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). (BATISTELLA, et al., 2004)

Selecionado o modelo que irá determinar o retorno normal, deve-se definir a janela cujos parâmetros do modelo serão estimados, chamada de janela de estimação. É comum utilizar, para a escolha desta janela, o período anterior à janela de eventos (LAMOUNIER; NOGUEIRA, [s./d.]). No processo de estimação, devem ser obtidos os parâmetros do modelo a partir dos dados da janela de estimação. (BEVERLEY, 2007)

Para se analisar os retornos anormais acumulados de todos os ativos podem ser adotados os mesmos procedimentos relativos à estimação do retorno normal. A principal diferença está no período de análise do evento, que é mais curto e se distingue entre antes e depois do evento.

É importante ressaltar que os resultados da análise de eventos implicam na confirmação ou não das hipóteses relativas à eficiência informacional do mercado financeiro e de ações. Assim, o mercado de ações pode ter diferentes características, como mostrado no Quadro 4.

Quadro 4 - Formas de Eficiência de Mercado

<b>Forma</b>	<b>Característica</b>
Fraca	O mercado incorpora completamente as informações sobre os preços passados dos títulos. Isto é, retornos anormais (acima da média de mercado) não poderiam ser obtidos com base nas expectativas de que os preços passados são bons sinalizadores dos preços futuros.
Semiforte	Os preços refletem não apenas o histórico de comportamento dos preços, como também toda a informação pública, tais como balanços das companhias, notícias na imprensa, comunicados de fatos relevantes e etc.
Forte	Além dos fatos mencionados anteriormente, os preços também refletem informações privadas.

Fonte: (CAMARGOS; BARBOSA, 2003, p. 12)

Dessa forma, assim como em Markoski e Moreira (2010), assume-se que os mercados de negociação dos títulos brasileiros possuem a forma de eficiência de mercado semiforte, ou seja, os preços

refletem as informações dos preços passados e as informações públicas, mas não as privadas. Essa hipótese de eficiência implica que os mercados não geram retornos em excesso e que, portanto, não há possibilidade de ganho em transacionar a informação relevante (que é pública).

Na presente dissertação, optou-se por analisar as taxas de crescimento, média diária dos retornos normais (janela de estimação) e retornos anormais (janela do evento). Dessa forma, a adaptação da metodologia de estudos de eventos teve as seguintes etapas:

- Definição do evento e critério de seleção: Definiu-se que seria estudada a influência das mudanças de *rating* soberano do Brasil sobre os títulos Global 2040, EMBI+Br e o Ibovespa, de 2002 a 2013. A janela de estimação é definida como o ano fiscal do evento (ou seja, o ano de 01/01 até 31/12 em que ocorre o evento). A janela do evento é definida como os 20 dias posteriores e os 20 dias anteriores à data do evento – de modo semelhante ao adotado em Markoski e Moreira (2010);
- Cálculo dos retornos e estimação: Estima-se uma função exponencial para calcular a taxa de crescimento (média acumulada) no período em exame<sup>4</sup>. Essa estimativa é feita para as três séries em estudo (*spread* do título Brasil 2040 e do EMBI+Br e o retorno do Ibovespa) e nos dois períodos: a janela do evento, que produz a taxa de crescimento média diária do retorno anormal; e a janela de estimação – que é o ano fiscal em que ocorre o evento, retirando-se os 41 dias da janela do evento (e de qualquer outro evento estudado no período de estimação) – que produz a taxa de crescimento média diária do retorno normal;
- Testes: A partir das duas regressões para cada variável em questão, observou-se o p-valor, e logo a significância, das taxas de crescimento médias diárias dos retornos anormal e normal. Observa-se se a relação risco-retorno é mantida;
- Resultados: A partir dos testes acima se pode afirmar se houve influência do *rating* soberano sobre os *spreads* dos títulos e o Ibovespa.

---

<sup>4</sup> Em termos matemáticos, a função estimada é a seguinte:  $Y_t = Ae^{rt}$  onde  $Y_t$  é a variável de interesse (no caso, o *spread* do título ou do Ibovespa),  $A$  é uma constante, e  $e$  é o número exponencial,  $r$  é a taxa de crescimento (média acumulada ou exponencial) e  $t$  é o tempo. A função é estimada em sua forma linear, aplicando-se log dos dois lados da equação.

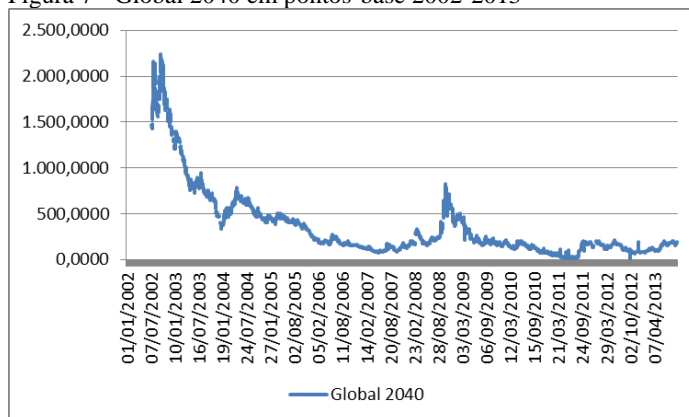


### 5.2.1 Título de renda fixa Global 2040

O título Global 2040 é um título da dívida externa brasileira, classificado como *Global Bonds* pelo Tesouro Nacional. Segundo essa instituição “[...]; já os Global Bonds são aqueles (títulos) que podem ser emitidos em qualquer mercado, podendo ser emitidos na mesma moeda do país em que estão sendo ofertados” (BRASIL, [s./d.], p. 309). O título da dívida externa brasileira Global 2040 foi lançado pela primeira vez em 2000, tornando-se em 2004 o título brasileiro de maior liquidez no mercado financeiro internacional (YWATA, 2012).

Na Figura 7 pode-se perceber o comportamento do spread do título Global 2040 de 2002 a 2013. Os picos dizem respeito ao conturbado ano de 2002 e a crise internacional de 2008. É possível verificar também a queda no prêmio pago ao risco do Global 2040 durante toda a década.

Figura 7 - Global 2040 em pontos-base 2002-2013



Fonte: Elaboração própria a partir de Ipeadata ([s./d.]).

Para demonstrar as reações do *spread* do título Global 2040 frente às mudanças no *rating* soberano das ACRs S&P, Moody's e Fitch, descreve-se o comportamento do *spread* do Global 2040 nas datas selecionadas, utilizando a análise de D-1, D e D+1.

Tabela 4 - Comportamento do spread do título Global 2040 (D-1, D, D+1)

<b>Downgrades</b>					
Data	D-1	D	D+1	Variação D-1/D	Variação D/D+1
20/06/2002*					
12/08/2002	1.870	2.053	2.139	9,79%	4,19%
<b>Upgrades</b>					
Data	D-1	D	D+1	Variação D-1/D	Variação D/D+1
09/09/2004	548	550	553	0,36%	0,55%
28/02/2006	174	178	173	2,30%	-2,81%
10/05/2007	86	91	87	5,81%	-4,40%
30/04/2008	211	179	172	-15,17%	-3,91%
04/04/2011	40	41	36	2,50%	-12,20%

Fonte: Elaboração própria a partir de Ipeadata ([s./d.]).

\*Sem dados.

No ano de 2002, tinha-se a intenção de analisar dois anúncios de *downgrade*, principalmente, o anúncio de junho. Contudo, não havia dados no primeiro semestre, assim, apenas o anúncio referente ao mês de agosto foi analisado. Esse único episódio de *downgrade* mostrou que houve um significativo impacto do *rating* soberano do Brasil no *spread* do Global 2040, tanto no dia posterior quando no dia do anúncio.

Dessa forma, uma queda na capacidade do Brasil de pagar suas dívidas, segundo os critérios das ACRs, significou um aumento do rendimento do título brasileiro, com vistas a compensar o aumento do risco, de acordo a relação risco-retorno esperada.

Em relação aos episódios de elevação do *rating* soberano, apenas em 2004 o comportamento da variação do dia D para o dia D+1 não foi o esperado, já que o risco caiu, enquanto o retorno aumentou. Contudo, nas demais elevações, com exceção de 2008, a variação D-1 para D apresentou resultado positivo, inconsistente com a relação risco-retorno quando o risco diminui. Esse resultado indica que o choque representado pela elevação do *rating* soberano do Brasil não foi imediatamente capturado pela variação do rendimento do título brasileiro.

Vale ressaltar que em 2008, o anúncio do alcance de grau de investimento pelo Brasil apresentou o resultado esperado, com quedas no *spread* de aproximadamente 15% e 4% no dia do anúncio e no dia posterior, respectivamente. Isso demonstra a importância da decisão de

uma ACR sobre os ganhos de credibilidade e reputação de um Estado e confirma a tendência de sobrevalorização do título em decorrência da mudança de *rating* quando um Estado alcança o nível de grau de investimento.

A Tabela 5 mostra os resultados encontrados utilizando a metodologia de estudo de evento, analisando-se a taxa de crescimento média normal diária da janela de estimação (ano fiscal) e a taxa de crescimento média anormal diária do período de 20 dias antes e 20 dias depois do anúncio, a chamada janela do evento.

Tabela 5 – Taxas de crescimento médias anormais e normais diárias do spread do Global 2040 frente à mudança no rating soberano do Brasil

<b>Downgrade</b>				
Data	Taxa cresc. anormal	p-valor	Taxa cresc. normal	p-valor
12/08/2002	-0,42%	0,0406	-0,31%	<0,00001
<b>Upgrades</b>				
Data	Taxa cresc. anormal	p-valor	Taxa cresc. normal	p-valor
09/09/2004	-0,64%	<0,00001	-0,12%	0,51654
28/02/2006	-0,17%	0,16249	-0,20%	<0,00001
10/05/2007	-0,32%	0,00208	0,05%	0,01413
30/04/2008	-1,31%	<0,00001	0,60%	<0,00001
04/04/2011	-2,82%	0,00022	0,82%	<0,00001

Fonte: Elaboração própria a partir de Ipeadata ([s./d.]).

A utilização da metodologia de estudo de eventos permite avaliar se houve ou não influência das mudanças no *rating* soberano sobre o *spread* do Global 2040. Pelos dados de p-valor associados à estimativa das taxas de crescimento do retorno (tabela acima), os resultados são inconclusivos para os anúncios das seguintes datas: 09 de setembro de 2004 e 28 de fevereiro de 2006. O p-valor desses eventos foi superior a 0,05, indicando que a taxa estimada não é estatisticamente significativa.

O evento de *downgrade* analisado (2002) apresentou comportamento inconsistente com a relação risco-retorno, pois a taxa de crescimento média anormal diária foi negativa e superior à taxa de crescimento média normal diária.

Os resultados dos *upgrades* foram estatisticamente significantes e tiveram o comportamento consistente com a relação risco-retorno nas seguintes datas: 10 de maio de 2007, 30 de abril de 2008 e 04 de abril de 2011. Assim, para esses anúncios, pode-se afirmar que houve influência das mudanças do *rating* soberano no *spread* do título Global 2040.

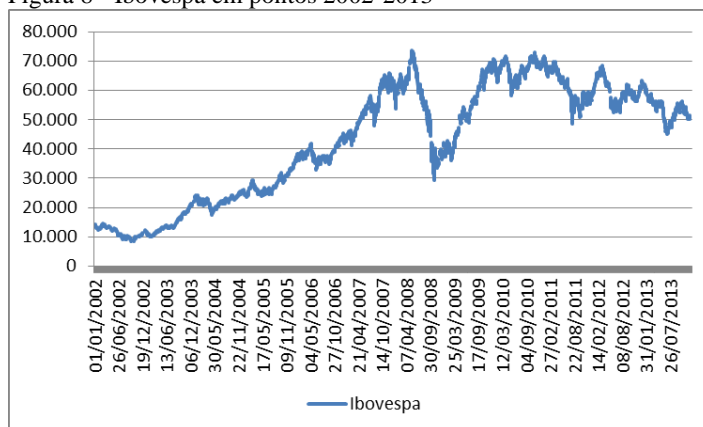
Contudo, vale ressaltar que a partir de 2008 os efeitos da crise financeira internacional começaram a ser sentidos, refletindo-se no crescimento do *spread* do título Global 2040 e, conseqüentemente, nas taxas de crescimento médias normais diárias. Tal informação reforça que realmente nesses anos as mudanças do *rating* soberano impactaram o *spread* do título Global 2040

### 5.2.2 Ibovespa

O Índice Bovespa, ou Ibovespa, é o resultado de uma carteira teórica de ativos, que busca indicar o desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade no mercado de ações brasileiro. Assim, o Ibovespa é um índice de retorno total, composto pelas ações e *units* (ativos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários), exclusivamente, de companhias listadas na BM&FBOVESPA, que atendam os seguintes critérios de forma cumulativa. (BM&FBOVESPA, 2014)

- Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem em conjunto 85% do somatório total desses indicadores;
- Ter presença em pregão de 95% no período de vigência das 3 carteiras anteriores;
- Ter participação em termos de volume financeiro maior ou igual a 0,1%, no mercado a vista, no período de vigência das 3 carteiras anteriores;
- Não ser classificado como *Penny Stock*, que são ações de cotação muito baixa, que no caso do Brasil, são ações que valem menos de R\$ 1.

Figura 8 - Ibovespa em pontos 2002-2013



Fonte: Elaboração própria a partir de Ipeadata ([s./d.]).

Na Figura 8 tem-se o comportamento dos pontos do Ibovespa no período estudado nesta dissertação. Observa-se a melhora do desempenho da carteira de ativos do Ibovespa durante toda a década, com exceção de 2008.

Com relação a relação do Ibovespa frente aos anúncios de *rating* das ACRs, vale ressaltar que se espera o seguinte comportamento:

- *Downgrade*: com a piora da capacidade de pagamento das dívidas pelo governo brasileiro, espera-se que diminua os pontos do Ibovespa;
- *Upgrade*: com a melhora da capacidade de pagamento das dívidas pelo governo brasileiro, espera-se que o mercado fique mais otimista e aumente os pontos do Ibovespa.

A Tabela 6 mostra o comportamento do Ibovespa um dia após (D+1) e um dia antes (D-1) do anúncio, que ocorreu no dia D. Ressalta-se que alguns D-1 e D+1 foram feriados e finais de semana, assim, utilizou-se o dado do dia imediatamente anterior e posterior, respectivamente.

Tabela 6 - Comportamento Ibovespa frente aos anúncios de rating (D-1, D, D+1)

<b>Downgrades</b>					
Data	D-1	D	D+1	Variação D-1/D	Variação D/D+1
20/06/2002	11.493	10.908	10.397	-5,09%	-4,68%
12/08/2002	9.985	9.723	9.444	-2,62%	-2,87%
<b>Upgrades</b>					
Data	D-1	D	D+1	Variação D-1/D	Variação D/D+1
09/09/2004	22.534	22.286	21.968	-1,10%	-1,43%
28/02/2006	39.177	39.125	39.239	-0,13%	0,29%
10/05/2007	51.300	50.235	50.902	-2,08%	1,33%
30/04/2008	63.826	67.868	69.366	6,33%	2,21%
04/04/2011	69.268	69.703	69.837	0,63%	0,19%

Fonte: Elaboração própria a partir de Ipeadata ([s./d.])

Os resultados indicam uma clara queda do Ibovespa frente ao período conturbado de 2002, no qual ocorreram dois *downgrades*. Esse comportamento frente a um *downgrade* corrobora o esperado; isto é, os efeitos adversos e incertezas quanto ao novo governo. Além disso, pode-se perceber que o anúncio de junho teve um impacto muito maior, uma vez que esse foi o anúncio líder.

Em relação aos *upgrades*, os anúncios de 09 de setembro de 2004, 28 de fevereiro de 2006 e 10 de maio de 2007 tiveram comportamentos não esperados. No primeiro, houve diminuição do Ibovespa frente à melhoria do *rating* brasileiro, algo inconsistente com a relação risco-retorno. Nos outros dois anúncios, os comportamentos no dia do anúncio e no dia posterior são ambíguos, o que impossibilita se chegar a uma conclusão. Apenas os *upgrades* de 2008 e 2011 apresentaram os resultados esperados; principalmente o anúncio de obtenção do grau de investimento, no qual o Ibovespa subiu 6,33% e 2,21% no dia do anúncio e no dia posterior, respectivamente.

Posteriormente a essa análise inicial, que buscou entender o comportamento de curto prazo do Ibovespa, adotou-se a metodologia de estudos de eventos. Assim, são comparadas as taxas de crescimento médias normais e anormais diárias do Ibovespa. A Tabela 7 mostra os resultados alcançados.

Tabela 7 - Taxas de crescimento médias normal e anormal diárias do Ibovespa frente à mudança no rating soberano do Brasil

<b>Downgrades</b>				
Data	Taxa cresc. anormal	p-valor	Taxa cresc. normal	p-valor
20/06/2002	-0,79%	<0,00001	-0,22%	<0,00001
12/08/2002	0,18%	0,03515	-0,22%	<0,00001
<b>Upgrades</b>				
Data	Taxa cresc. anormal	p-valor	Taxa cresc. normal	p-valor
09/09/2004	0,03%	0,38726	0,05%	<0,00001
28/02/2006	0,25%	0,3194	0,05%	<0,00001
10/05/2007	0,26%	<0,00001	0,21%	<0,00001
30/04/2008	0,63%	<0,00001	-0,31%	<0,00001
04/04/2011	-0,02%	0,58749	-0,11%	<0,00001

Fonte: Elaboração própria a partir de Ipeadata ([s./d.])

Primeiramente, de acordo com o p-valor dos respectivos eventos, pode-se afirmar que os anúncios de 12 de agosto de 2002, 09 de setembro de 2004 e 28 de fevereiro de 2006 não possuem significância estatística e, portanto, são casos inconclusivos, devido ao valor do p-valor. Além disso, as taxas de crescimento do anúncio de 10 de maio de 2007, apesar da significância estatística, possuem intervalos de confiança com valores comuns, em um nível de significância de 95% e, portanto, não se pode afirmar que a taxa de crescimento média anormal diária é superior à taxa normal.

Dessa forma, a tabela acima evidencia que apenas os anúncios de mudança de *rating* soberano do Brasil nas datas de 20 de junho de 2002 e 30 de abril de 2008 possuem taxas de crescimento das médias anormais e normais diárias estatisticamente significantes e com comportamento adequado, de acordo com a relação risco-retorno.

O ano de 2002 registrou um desempenho negativo para o Ibovespa. Esse desempenho foi ainda pior com o rebaixamento de *rating* ocorrido em junho de 2002. Em relação ao episódio de alcance do grau de investimento pelo Brasil, o Ibovespa mostrou o comportamento esperado. Dessa forma, mesmo com a crise financeira internacional, o Ibovespa cresceu em média 0,63% ao dia na janela do evento.

### 5.2.3 EMBI+Br

O EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index Plus*) é um índice ponderado que mede o retorno de instrumentos de dívida externa de mercados emergentes que são ativamente negociados. O cálculo desse indicador é realizado pelo Banco J.P. Morgan Chase (BACEN, 2014).

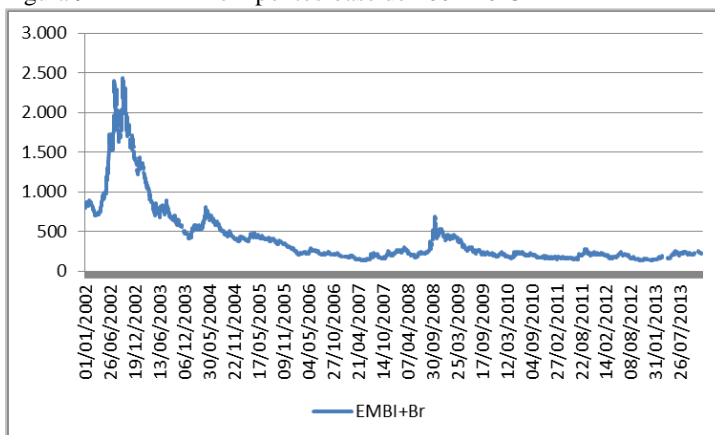
Assim, EMBI+Br reflete o comportamento dos títulos da dívida externa brasileira. O cálculo desse índice se inicia com a obtenção do retorno diário para cada título individual da dívida externa brasileira, negociado no mercado secundário de dívida. É importante ressaltar que o retorno é denominado em US dólares. Posteriormente, calcula-se a média aritmética desses retornos diários ponderados pelo valor de mercado de cada tipo de dívida. O resultado é uma taxa de retorno para o EMBI<sup>+</sup>Br, que aplicada ao índice do dia anterior produz o índice do dia corrente. (BACEN, 2014)

Para o cálculo do *spread* basta calcular a diferença entre o rendimento de cada papel até o vencimento e o rendimento do ponto correspondente na curva de papéis do Tesouro estadunidense, que é expresso em pontos-base (BACEN, 2014). Portanto, se o EMBI+Br estiver em 200 pontos-base significa que o retorno médio dos títulos da dívida externa brasileira é 2 pontos percentuais maior do que o retorno dos títulos do Tesouro estadunidense.

O mercado usa o EMBI como uma medida objetiva da capacidade de o país honrar os seus compromissos financeiros, ou seja, quanto maior a pontuação do indicador EMBI, maior é o risco de crédito do país a que se refere. Na Figura 9 pode-se perceber o desempenho do EMBI+Br nos anos em estudo aqui. Inicialmente, o *spread* pago chegou perto dos 2.500 pontos, demonstrando o alto prêmio pago pelos títulos da dívida externa brasileiro. No decorrer da década, a tendência se mostrou favorável ao Brasil.



Figura 9 - EMBI+Br em pontos-base de 2002-2013



Fonte: Elaboração própria a partir de Ipeadata ([s./d.]).

A Tabela 8 mostra o comportamento do EMBI+Br nos dias D-1, D e D+1 dos anúncios de mudança na *rating* soberano brasileiro, assim como a taxa de crescimento entre o dia do anúncio e o dia seguinte. De acordo com a literatura sobre a relação entre o risco e o retorno, o aumento do risco leva ao aumento do retorno de um título.

Para os anúncios de *downgrade* houve o aumento do *spread* do EMBI+Br, principalmente, para o anúncio de junho de 2002, que foi o primeiro rebaixamento de muitos que ocorreram naquele ano. Dessa forma, houve uma forte reação dos títulos que compõe o EMBI+Br diante do anúncio de mudança na *rating*.

O anúncio de mudança na *rating* soberano do Brasil de agosto de 2002 mostrou uma influência mais fraca no *spread* do EMBI+Br, quando se observa a variação do dia D/D+1. Contudo, a variação D-1/D foi muito elevada, quase 10%, mostrando que o mercado já havia incorporado o aumento no dia do anúncio.

Tabela 8 - Comportamento do spread soberano do EMBI+Br (D-1, D, D+1)

<b>Downgrades</b>					
Data	D-1	D	D+1	Varição D-1/D	Varição D/D+1
20/06/2002	1.388	1.537	1.730	10,73%	12,56%
12/08/2002	2.050	2.252	2.286	9,85%	1,51%
<b>Upgrades</b>					
Data	D-1	D	D+1	Varição D-1/D	Varição D/D+1
09/09/2004	496	499	501	0,60%	0,40%
28/02/2006	215	221	216	2,79%	-2,26%
10/05/2007	152	154	152	1,32%	-1,30%
30/04/2008	225	218	207	-3,11%	-5,05%
04/04/2011	169	168	163	-0,59%	-2,98%

Fonte: Elaboração própria a partir de Ipeadata ([s./d.]).

As elevações do *rating* soberano significam melhorias no risco; assim, espera-se uma diminuição do *spread* quando tais elevações ocorrerem. A Tabela 8 mostra que o comportamento esperado se concretizou entre o dia D e D+1, excluindo-se o ano de 2004; mas não quando se observa apenas a variação D-1/D. Nesse último caso, a evidência dos *upgrades* de 2006 e 2007 são também inconsistentes com o esperado, o que pode ser atribuído ao fato de que o mercado não antecipou a elevação de *rating*.

O EMBI+Br se mostrou mais sensível na elevação do *rating* soberano para grau de investimento em 2008, do que nas demais elevações. A cada nova elevação no período entre 2004 e 2007, o mercado esperava a entrada do Brasil no seletor grupo de países considerados adequados para investir e com baixo risco de crédito. Apesar dessa expectativa, as variações mostraram que houve uma forte reação do EMBI+Br no curtíssimo prazo como efeito do *upgrade* obtido em 2008.

A Tabela 9 fornece os resultados decorrentes da adaptação da metodologia de estudo de eventos para o caso em estudo. Essas informações são as taxas de crescimento médias anormais e normais diárias.

Tabela 9 – Taxas de crescimento médias anormais e normais diárias do spread do EMBI+Br frente a mudança no rating soberano do Brasil

<b>Downgrades</b>				
Data	Taxa cresc. anormal	p-valor	Taxa cresc. normal	p-valor
20/06/2002	2,09%	<0,00001	0,58%	<0,00001
12/08/2002	-0,54%	0,02362	0,58%	<0,00001
<b>Upgrades</b>				
Data	Taxa cresc. anormal	p-valor	Taxa cresc. normal	p-valor
09/09/2004	-0,48%	<0,00001	-0,09%	<0,00001
28/02/2006	-0,18%	0,05698	-0,11%	<0,00001
10/05/2007	-0,25%	0,00192	0,07%	<0,00001
30/04/2008	-0,76%	<0,00001	0,38%	<0,00001
04/04/2011	-0,19%	0,02979	0,18%	<0,00001

Fonte: Elaboração própria a partir de Ipeadata ([s./d.])

As taxas de crescimento médias anormais e normais diárias para os rebaixamentos do *rating* soberano do Brasil mostram qual anúncio teve um impacto significativo no *spread* do EMBI+Br. Observa-se nos *downgrades* que o anúncio de junho de 2002 teve um forte impacto no *spread* do EMBI+Br, muito mais forte do que a tendência do ano de 2002. Podemos confirmar a significância dessa informação devido ao valor do p-valor. Contudo, o *downgrade* de agosto de 2002 não teve o comportamento esperado, mostrando uma queda no *spread* do EMBI+ frente ao aumento do risco.

Em relação às elevações do *rating* soberano, todos os anúncios tiveram a reação esperada sobre o *spread* do EMBI+Br e todas as taxas de crescimento estimadas são estatisticamente significantes (apesar do caso da elevação de 2006 ser um caso limite, próximo ao valor crítico de 5%). Além disso, mesmo o ano de 2004, que se mostrava atípico no curtíssimo prazo, mostrou-se condizente com a relação risco-retorno em um prazo maior, sendo os p-valores significativos.

Vale ressaltar, assim como na análise anterior, que a mudança do *rating* soberano para a notação de grau de investimento ocorrida em 2008 mostrou uma influência significativa, mesmo em um período de crise financeira internacional. Esse último resultado, em particular, reforça a importância dos anúncios de *rating* de Agências de Classificação de Risco, uma vez que evidencia que tal anúncio foi capaz

de reverter a tendência de deterioração do risco país do Brasil – em alta devido a crise financeira internacional, e a estratégia de *flight to quality* de muitos investidores – reduzindo o EMBI+Br e indicando uma condição favorável de atração de capitais e captação de empréstimos.

### 5.3 CONCLUSÕES DO ESTUDO

Os resultados do estudo empírico demonstraram que as influências das mudanças no *rating* soberano do Brasil sobre títulos e mercados, de modo geral, apoiam a hipótese teórica expressa pela condição de risco-retorno e variam conforme a intensidade da mudança no nível de *rating*. Neste sentido, os resultados apontam que há uma influência mais significativa do *rating* soberano sobre o rendimento de títulos quando as modificações são consideráveis, como em 2002, quando ocorrem *downgrades* sucessivos e significativos devido à insegurança política, e em 2008, quando o Brasil adquiriu a denominação de grau de investimento.

Além disso, títulos diferentes apresentam comportamentos diferentes perante as mudanças no *rating* soberano. O Ibovespa reagiu significativamente apenas em 2002 e 2008; diferentemente do Global 2040, que obteve os resultados esperados para 2007, 2008 e 2011. O EMBI+Br, por ser uma medida objetiva de risco soberano, apresentou reações significantes e consistentes a partir dos anúncios de junho de 2002, 2004, 2007, 2008 e 2011.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O sistema de Globalização, predominante em âmbito internacional ao longo das últimas quatro décadas, teve implicações na desregulamentação e integração dos mercados de financeiros e de capitais, não apenas dos países desenvolvidos, mas também dos países emergentes. Os fluxos financeiros e de capitais – na forma de investimentos estrangeiros (direto e de portfólio), empréstimos e financiamentos, tanto de instituições multilaterais (como BIRD e FIM) como de bancos privados – tornaram-se variáveis importantes de ajuste do equilíbrio externo de Estados.

Nesse processo, a intermediação financeira tradicional perdeu relevância com o crescimento da desintermediação financeira, através do aumento da importância dos fluxos de investimento de portfólio, especialmente com origem nos chamados investidores institucionais. O aumento do volume desses recursos – principalmente com direção aos mercados emergentes, que sinalizam taxas de retorno mais elevadas – e a natureza volátil destes fluxos de capital atribui à avaliação de risco desses ativos uma atividade determinante na decisão da alocação dos recursos no SFI.

Uma das consequências do processo de desintermediação financeira é a acentuação do problema de assimetria de informação. Esse desconhecimento de informações dos investidores a respeito dos mercados financeiros em países emergentes é que permitiu o surgimento e a expansão das Agências de Classificação de Risco (ACRs) como fonte de informação e avaliadora de risco da situação de Estados emergentes. Dessa forma, fica evidente que a relevância internacional das ACRs é derivada de um processo mais amplo de desregulamentação, integração e liberalização dos mercados financeiros ao redor do mundo.

Assim, é esperado que as ACRs tenham, como princípios básicos para a análise do risco de crédito, os propagados pelo sistema atual; princípios estes claramente observáveis no Consenso de Washington. A atuação das ACRs, portanto, reforça os princípios do sistema da Globalização, exercendo pressão na autonomia dos Estados para que estes adotem políticas que reforcem o funcionamento atual do sistema internacional.

Com relação à experiência brasileira e sua trajetória de ajustes e de busca de credibilidade de políticas adotadas e de alcance de melhorias na avaliação de risco, o presente estudo dá destaque a obtenção do *rating* soberano considerado grau de investimento. Dentre as medidas implementadas pelo Estado brasileiro e consideradas pelas

ACRs como decisivas para a melhoria do *rating* soberano está a pressão para redução dos gastos públicos. Portanto, pode-se afirmar que durante o período de estudo, o governo brasileiro buscou uma melhoria do *rating* soberano, tendo como objetivo alcançar o grau de investimento e poder receber mais investimentos e financiamentos estrangeiros.

A evidência deste estudo indica que as avaliações de risco das ACRs têm falhado com certa frequência, em especial na antecipação de grandes perdas de credibilidade e aumento de incertezas, como a crise asiática, a falência da empresa Enron e a crise financeira internacional de 2008. Esses eventos colocaram em dúvida a utilidade das avaliações de *rating* de acordo com a atual metodologia. Efeito dessa falta de efetividade é o fato de que a IOSCO tem trabalhado ao longo dos últimos 15 anos para ampliar a transparência do processo de cálculo dos *ratings* e de outras relações que envolvem o mercado de classificação de risco de crédito. Relatórios, princípios para o mercado e código de conduta para as ACRs foram desenvolvidos. Mas existem ainda dificuldades na obtenção das informações sobre o cálculo dos *ratings* e recomendações das ACRs.

Apesar desses questionamentos sobre os *ratings*, não há dúvida de que eles são extremamente influentes sobre as decisões dos investidores e impactam sobre os rendimentos dos títulos negociados. Para o caso do Brasil, o estudo empírico desenvolvido neste estudo demonstra que as influências das mudanças no *rating* soberano do Brasil sobre títulos analisados são, de modo geral, significativas e consistentes com a relação risco-retorno, principalmente para aqueles *upgrades* e *downgrades* de magnitude mais significativa. Exemplos deste resultado são os efeitos do *rating* soberano sobre o rendimento de títulos quando as modificações foram consideráveis, como em 2002, e, em 2008, quando o Brasil adquiriu a denominação de grau de investimento. É também verdadeiro que títulos diferentes apresentam comportamentos diferentes perante as mudanças no *rating* soberano. Dessa forma, o Ibovespa reagiu significativamente apenas em 2002 e 2008, diferentemente do Global 2040, que obteve os resultados esperados para 2007, 2008 e 2011. Já o EMBI+Br, por ser uma medida objetiva de risco soberano, apresentou mais anúncios relevantes, como em junho de 2002, 2004, 2007, 2008 e 2011.

Por fim, pode-se afirmar que em um sistema de Globalização, em que Estados nacionais perdem a autonomia de políticas econômicas, devido à enorme magnitude e instabilidade dos fluxos financeiros e de capitais, a importância da atração de capitais e financiamentos internacionais aumenta em especial para países em desenvolvimento que

tendem a enfrentar problemas de déficits em balanço de pagamentos. Neste sentido, as avaliações de risco das ACRs podem assumir um papel mais relevante no atual SFI, desde que os critérios de avaliação sejam aplicados com mais acurácia e sejam mais transparentes.





## REFERÊNCIAS

- AFONSO, António; FURCERI, Davide; GOMES, Pedro. 2012. Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data. **Journal of International Money and Finance**. 31. 606–638 p.
- AGLIETA, Michel. O FMI e a arquitetura financeira internacional. In: FERRARI FILHO, Fernando; DE PAULA, Luiz Fernando. (Org.) **Globalização Financeira: Ensaio de macroeconomia aberta**. Editora Vozes: Petrópolis. 2004.
- BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Risco-país**. Série: perguntas mais frequentes. Mar. 2014. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%209-risco%20pa%C3%ADs.pdf>>. Acesso em: 06 jul. 2014.
- BATISTA, Paulo Nogueira. **O Consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos**. 1994. 1-36 p.
- BBC - BRITISH BROADCASTING CORPORATION. **Exportações do Brasil cresceram acima da média em 2005**. 08 nov. 2006. Disponível em: [http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2006/11/061108\\_relatorio\\_omc\\_brasilcg.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2006/11/061108_relatorio_omc_brasilcg.shtml). Acesso em: 17 set. 2014.
- BELLUZZO, Luiz G. de Mello. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.4, p.11-20, jun.1995.
- BEVERLEY, L. Stock Market Event Studies and Competition Commission Inquiries. **Working paper**. Competition Commission and ESRC Centre for Competition Policy. Ago. 2007.
- BM&FBOVESPA. **Metodologia do índice Bovespa**. Fev. 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/IBOV-Metodologia-pt-br.pdf>>. Acesso em: 18 set. 2014.

BRASIL. Tesouro Nacional. **Brasil eleva sua classificação de risco, passando para BBB, segundo nível dentro do grupo dos países classificados como grau de investimento.** Abr. 2011.

Disponível: <[http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/Upgrade\\_Fitch\\_port.pdf](http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/Upgrade_Fitch_port.pdf)>. Acesso em: 02 out. 2014.

BRASIL. Tesouro Nacional. **Dívida Pública: a experiência brasileira.** [s./d.]. Disponível em:

[http://www3.tesouro.gov.br/divida\\_publica/downloads/Parte%203\\_2.pdf](http://www3.tesouro.gov.br/divida_publica/downloads/Parte%203_2.pdf)  
f. Acesso em: 22 ago. 2014.

CAMARGOS, M. A. BARBOSA, F. V. Estudos de Evento: Teoria e Operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração.** São Paulo. V. 10, nº 3, p. 01-20. julho/setembro 2003.

CANTOR, Richard; PACKER, Frank. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. 1996. **FRBNY Economic Policy Review.** 37-54 p.

CHESNAIS, François. Mundialização: o capital financeiro no comando. Publicado em **Les Temps Modernes**, 607, 2000 e reproduzido com a permissão do autor e da revista. Tradução de Ruy Braga.

COHEN; Benjamin J. **Bretton Woods System.** [s./d.]. Desenvolvido para Routledge Encyclopedia of International Political Economy.

Disponível em:

<<http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/inpress/bretton.html>>.

Acesso em: 24 set. 2014.

\_\_\_\_\_. **International Political Economy: an intellectual history.** Princeton University Press. 2008.

\_\_\_\_\_. **The Macrofoundation of Monetary Power.**

Prepared for the Project on International Monetary Power. Jun. 2004.

COUNTRY ECONOMY. **Rating: Brazil Credit Rating.** [s./d.].

Disponível em: <http://countryeconomy.com/ratings/brazil>. Acesso em: 02 jul. 2014.

DEEG, Richard; O'Sullivan, Mary A. The political economy of global finance capital. **World Politics**, Volume 61, Number 4, October 2009, pp. 731-763.

DUPAS, Gilberto. O Poder dos Atores e a Nova Lógica Econômica Global. In: **Conferência Brasil e União Europeia Ampliada**. Rio de Janeiro. 2004.

ECONOMIA OUL. **Brasil recebe título de grau de investimento pela agência S&P**. 30 abr. 2008. Disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultnot/2008/04/30/ult4294u1293.jhtm>. Acesso em: 20 ago. 2014.

ESTADÃO. **Fitch eleva classificação de risco soberano do Brasil**. 06 nov. 2003. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,fitch-eleva-classificacao-de-risco-soberano-do-brasil,20031106p22956>>. Acesso em: 02 out. 2014.

\_\_\_\_\_. **Standard & Poor's rebaixa a nota da dívida do Brasil**. [s./d.]. <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,standard-e-poops-rebaixa-nota-da-divida-do-brasil,20020702p32988>. Acesso em: 20 ago. 2014

FISCHER, Stanley. The Washington Consensus. In: **Global Economics in extraordinary times**. Peterson Institute for International Economics. 2012. 11 – 24 p.

FITCH. **Fitch group**. [s./d.]. Disponível em: [https://www.fitchratings.com.br/pages/fitch\\_group](https://www.fitchratings.com.br/pages/fitch_group). Acesso em: 18 set. 2014.

\_\_\_\_\_. **Sovereign Ratings: rating methodology**. 2002. Disponível em: <<https://democracy.buckscc.gov.uk/mgConvert2PDF.aspx?ID=11922>>. Acesso em: 19 set. 2014.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Agência Fitch eleva “rating” da Petrobras**. 10 maio 2007. Disponível: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u117005.shtml>>. Acesso em: 02 out. 2014.

---

\_\_\_\_\_. **Bolsa sobe e dólar cai após melhora de nota do Brasil pela Fitch Ratings.** 28 set. 2004. Disponível: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u89397.shtml>>. Acesso em: 02 out. 2014.

---

\_\_\_\_\_. **Fitch ameaça rebaixar de novo rating do Brasil.** 01 ago. 2002. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u52628.shtml>>. Acesso em: 02 out. 2014.

FRIEDEN, Jeffry A. Invested interests: the politics of national economic policies in a world of global finance. **International Organization.** 1991. V. 45. N. 4.

GARBER, Peter M. The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System. In: BORDO Michael D.; EICHENGREEN Barry. **A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform.** University of Chicago Press. 1993. 461 – 494 p.

IOSCO - INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Regulação das Agências de Rating.** Nov. 2004. Disponível em: [http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD177\\_6\\_1.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD177_6_1.pdf). Acesso em: 14 nov. 2014.

---

\_\_\_\_\_. **Report on the Activities of Credit Rating Agencies.** Set. 2003.

---

\_\_\_\_\_. **The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets: Final Report.** Maio 2008.

IPEADATA. **Bônus global República (40) – spread.** 2014. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>. Acesso em: 18 ago. 2014.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Exportações: O avanço das commodities. **Desafios do Desenvolvimento.** 2011. Ano 8. Edição 66. Disponível em:

[http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com\\_content&view=article&id=2513:catid=28&Itemid=23](http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2513:catid=28&Itemid=23). Acesso em: 17 set. 2014.

ISMAILESCU, Iuliana; KAZEMI, Hossein. The reaction of emerging market credit default swap spreads to sovereign credit rating changes. 2010. **Journal of Banking & Finance**. 2861–2873 p.

KILSZTAJN, Samuel. O Acordo de Bretton Woods e a evidência histórica: O sistema financeiro internacional no pós-guerra. **Revista de Economia Política**. V. 9, Nº 4. Out.-dez. 1989.

KING, Michael R., SINCLAIR, Timothy J. Grasping At Straws: A Ratings Downgrade For The Emerging International Financial Architecture. **CSGR Working Paper**. Nov. 2001.

KONINGS, Martijn; PANITCH, Leo. Global finance in crisis. **Papeles de Europa**. 2009. 29-57 p.

LAMOUNIER, Wagner Moura; NOGUEIRA, Else Monteiro. **Estudo de Eventos: Procedimentos e Estudos Empíricos**. II Seminário FAE. [s./d.].

MACHADO, Daniela. **Decisão sobre verba contingenciada é chave para superávit maior**. 17 set. 2004. Disponível em: <http://noticias.uol.com.br/economia/cotacoes/ultnot/2004/09/17/ult29u36193.jhtm>. Acesso em: 16 set. 2014.

MARKOSKI, Ângela Silva; MOREIRA, Roberto Moreno. Efeitos do rating soberano brasileiro sobre o Ibovespa: observações entre janeiro de 1994 e junho de 2003. 2010. **Revista do BNDES**. 177-232 p.

MOODY'S. **Rating Action: Correction to text, June 20, 2011 Release: Moody's upgrades Brazil to Baa2 from Baa3, retains positive outlook**. 20 jun. 2011. Disponível em: [https://www.moodys.com/reseACRh/Correction-to-text-June-20-2011-Release-Moodys-upgrades-Brazil--PR\\_221244](https://www.moodys.com/reseACRh/Correction-to-text-June-20-2011-Release-Moodys-upgrades-Brazil--PR_221244). Acesso em: 17 set. 2014

\_\_\_\_\_. **Rating Action: Moody's downgrades Brazil**. 12 ago. 2002. Disponível em: [https://www.moodys.com/reseACRh/MOODYSDOWNGRADES-BRAZIL--PR\\_58707](https://www.moodys.com/reseACRh/MOODYSDOWNGRADES-BRAZIL--PR_58707). Acesso em: 04 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. **Rating Action: Moody's Eleva os Ratings do Brasil.** 23 ago. 2007. Disponível em: [https://www.moodys.com/reseACRh/Moodys-Eleva-os-Ratings-do-Brasil--PR\\_13978](https://www.moodys.com/reseACRh/Moodys-Eleva-os-Ratings-do-Brasil--PR_13978). Acesso em: 30 jul. 2014.

\_\_\_\_\_. **Rating Action: Moody's upgrades Brazil's ratings as exports expand and foreign currency borrowing is reduced.** 09 set. 2004. Disponível em: [https://www.moodys.com/reseACRh/MOODYS-UPGRADES-BRAZILS-RATINGS-AS-EXPORTS-EXPAND-AND-FOREIGN-CURRENCY--PR\\_86473](https://www.moodys.com/reseACRh/MOODYS-UPGRADES-BRAZILS-RATINGS-AS-EXPORTS-EXPAND-AND-FOREIGN-CURRENCY--PR_86473). Acesso em: 30 jul. 2014

\_\_\_\_\_. **Rating Action: Moody's Upgrades Brazil's Ratings as Government External Credit Vulnerabilities Decline.** 31 ago. 2006. Disponível em: [https://www.moodys.com/reseACRh/Moody s-Upgrades-Brazils-Ratings-as-Government-External-Credit-Vulnerabilities-Decline--PR\\_118779](https://www.moodys.com/reseACRh/Moody s-Upgrades-Brazils-Ratings-as-Government-External-Credit-Vulnerabilities-Decline--PR_118779). Acesso em: 30 jul. 2014.

\_\_\_\_\_. **Rating Action: Moody's upgrades Brazil to Baa3 and assigns a positive outlook.** 22 set. 2009. Disponível em: [https://www.moodys.com/reseACRh/Moodys-upgrades-Brazil-to-Baa3-and-assigns-a-positive-outlook --PR\\_187235](https://www.moodys.com/reseACRh/Moodys-upgrades-Brazil-to-Baa3-and-assigns-a-positive-outlook --PR_187235). Acesso em: 04 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. **Rating action: Moody's upgrades Brazil to reflect reduced credit vulnerability.** 12 out. 2005. Disponível em: [https://www.moodys.com/reseACRh/MOODYS-UPGRADES-BRAZIL-TO-REFLECT-REDUCED-CREDIT-VULNERABILITY--PR\\_103239](https://www.moodys.com/reseACRh/MOODYS-UPGRADES-BRAZIL-TO-REFLECT-REDUCED-CREDIT-VULNERABILITY--PR_103239). Acesso em: 30 jul. 2014.

\_\_\_\_\_. **Moody's History: A Century of Market Leadership.** [s./d.]. Disponível em: <https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>. Acesso em: 18 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. **Moody's: Ratings symbols & definitions.** Jun. 2009. Disponível em: <https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodysRatingsAttachments/MoodysRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>. Acesso em: 30 jul. 2014.

\_\_\_\_\_. **Proposed Refinements to the Sovereign Bond Rating Methodology.** 17 dez. 2012. Disponível em: <https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&>

cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CB4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fies.fsv.cuni.cz%2Fdefault%2Ffile%2Fdownload%2Fid%2F23510&ei=H4jzU5-gNsuhogS4oYBQ&usq=AFQjCNEbV\_x7cVM2yg66AY2iqzURkOVUkA&sig2=1PM9B35nQ20b25JMoH2\_aQ. Acesso em: 04 ago. 2014

MORA, Nada. **Sovereign credit ratings: Guilty beyond reasonable doubt?** 2006. Journal of Banking & Finance. 2041–2062 p.

MURPHY, Edward V. **Who Regulates Whom and How? An Overview of U.S. Financial Regulatory Policy for Banking and Securities Markets.** 28 maio 2013. Disponível em: <http://fas.org/sgp/crs/misc/R43087.pdf>. Acesso em: 14 nov. 2014.

NÖLKE, Andreas. Private International Norms in Global Economic Governance: Coordination Service Firms and Corporate Governance. **Working Papers Political Science.** 2003.

OLIVEIRA, G. C. de. Et al. O Sistema de Bretton Woods e a Dinâmica do Sistema Monetário Internacional Contemporâneo. **Pesquisa & Debate.** São Paulo. V 19. Nº 2. pp. 195-219. 2008.

PENNARTZ, Joep; SNOEIJ, Jan Pieter. **Sovereign credit ratings: An assessment of sovereign ratings provided by Moody's, S&P and Fitch.** 2012. Rabobank Working Paper Series. 1-38 p.

PORTAL TERRA. **Fitch eleva Brasil a grau de investimento.** 29 maio 2008. Disponível:

<[http://economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200805291837\\_RED\\_77013407](http://economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200805291837_RED_77013407)>. Acesso em: 02 out. 2014.

\_\_\_\_\_. **S&P eleva nota do Brasil a um passo de grau de investimento.** 16 maio 2007. Disponível em:

[http://economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200705161818\\_RTR\\_1179338692nN16252034](http://economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200705161818_RTR_1179338692nN16252034). Acesso em: 17 set. 2014.

REUTERS. **S&P eleva rating do Brasil, com perspectiva estável.** 20 fev. 2006. Disponível em:

<http://noticias.uol.com.br/ultnot/reuters/2006/02/28/ult27u54161.jhtm>. Acesso em: 17 jul. 2014.

\_\_\_\_\_. **Fitch eleva rating do Brasil de "BB-" para "BB"**. 28 jun. 2006. Disponível em: <<http://www.bolsanobolso.com/index.php?topic=18392.0>>. Acesso em: 02 out. 2014.

\_\_\_\_\_. **S&P eleva rating do Brasil e elogia política fiscal**. 17 nov. 2011. Disponível em: <http://br.reuters.com/article/topNews/idBRSPE7AG0BJ20111117>. Acesso em: 17 set. 2014.

ROSENAU, James N.; CZEMPIEL, Ernest-Otto (Org.). **Governança sem governo: ordem e transformação na política mundial**. Editora Universidade de Brasília: São Paulo. 2000.

SEC - U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation**. Jun. 2013. Disponível em: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#.VGai7DTF8b1>. Acesso em: 14 nov. 2014.

---

\_\_\_\_\_. **Oversight of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations**. Out. 2009. Disponível em: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/nrsro-secg.htm>. Acesso em: 14 nov. 2014.

S&P – STANDARD & POOR'S. **Principais Estatísticas**. [s./d.]. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/about-sp/key-statistics/pt/la>. Acesso em: 14 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. **Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions**. 24 jun. 2013. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245356394670>. Acesso em: 30 jul. 2014.

\_\_\_\_\_. **Standard & Poor's Ratings Definitions**. 21 mar. 2014. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245365752249>. Acesso em: 30 jul. 2014.



SINCLAIR, Timothy J. Bond Rating Agencies. **New Political Economy**. Vol. 8 No. 1. 2003.

SINCLAIR, Timothy J. Credit Rating Processes as Regulatory Mechanisms of Governance in the Emerging World Order. **Review of International Political Economy**. Vol. 1. No. 1.1994. pp. 133-159.

SPERO, Joan Edelman; HART, Jeffrey A. **The Politics of International Economic Relations**. 2010. Wadsworth, Cengage Learning. 7 ed. 523 p.

WHITE, Lawrence J. The Credit Rating Agencies. **Journal of Economic Perspectives**. V. 24, N° 2. 2010. 211–226 p.

YWATA, Ricardo K. **Ordem mundial e as Agências de Rating: O Brasil e as agências na era global (1996-2010)**. 2012. São Paulo: Editora Senac São Paulo. 317 p.