

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO - CSE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS - CNM
CURSO DE GRADUAÇÃO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

MARINA FERREIRA DE PAULA

AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO E AS PROVÁVEIS
CONSEQUÊNCIAS DAS NOTAS: ANÁLISE BRASIL, IRLANDA E NIGÉRIA

FLORIANÓPOLIS
2022

Marina Ferreira de Paula

**Agências de classificação de risco e as prováveis consequências das notas:
Análise Brasil, Irlanda e Nigéria**

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Relações Internacionais do Centro ou Campus Centro Sócio Econômico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharela em Relações Internacionais.

Orientador(a): Prof.(a) Prof. Patrícia F. F. Arienti.

FLORIANÓPOLIS

2022

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

de Paula, Marina Ferreira AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO E OS FRUTOS DA NOTA : ANÁLISE BRASIL, NIGÉRIA E IRLANDA / Marina Ferreira de Paula ; orientadora, Patrícia F. F. Arienti, 2022. ?? p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio Econômico, Graduação em Relações Internacionais, Florianópolis, 2022.

Inclui referências. 1. Relações Internacionais. 2. Agências de Classificação de Risco. 3. Brasil. 4. Nigéria. 5. Irlanda. I. F. F. Arienti, Patrícia. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Relações Internacionais. III. Título.

Marina Ferreira de Paula
Agências de classificação de risco e as prováveis consequências das notas: Análise Brasil,
Irlanda e Nigéria

Florianópolis, 12 de dezembro de 2022.

O presente Trabalho de Conclusão de Curso foi avaliado e aprovado pela banca
examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof.(a) Patrícia F. F. Arienti.
Instituição UFSC

Prof. Daniel Ricardo Castelan
Instituição UFSC

Prof.(a) Iara Costa Lete
Instituição UFSC

Certifico que esta é a versão original e final do Trabalho de Conclusão de Curso que foi
julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais por mim
e pelos demais membros da banca examinadora.

Prof.(a) Patrícia F. F. Arienti.

Florianópolis, 2022.

*Aos meus pais e amigos, que me auxiliaram durante um período difícil.
A minha orientadora, por ser compreensiva e estar sempre a disposição.*

RESUMO

As Agências de Classificação de Risco (ACRs) possuem papel fundamental no sistema internacional, uma vez que avaliam credibilidade para compromissos financeiros a emissores corporativos e soberanos dos títulos de dívida, com o principal objetivo reduzir a assimetria de informações entre ambos. Essas empresas avaliam organizações públicas e privadas, incluindo nações. O objetivo desta monografia é, com análise quantitativa e qualitativa, investigar os efeitos que a mudança de nota das três grandes ACRs (Standard & Poor's, Moody's Corporation e Fitch Ratings) geraram a três países, durante o período de 2009 a 2019: Brasil, Irlanda e Nigéria. Apresenta-se primeiramente a história, papel no sistema internacional e metodologia das empresas. Em seguida, com método indutivo e exploratório, investigar sobre a correlação entre as notas obtidas durante o período, a macroeconomia (com alguns índices selecionados) e a política doméstica. A importância dessa pesquisa está na relevância das agências e as consequências que elas trazem aos países por sua falta de regulamento, de competitividade e de responsabilidades por erros de avaliação.

Palavras-chave: Agência de Classificação de Risco; ACR; Standard & Poor's; Moody's; Fitch Ratings; Brasil; Irlanda; Nigéria

ABSTRACT

The Credit Rating Agencies (CRA) have a fundamental role in the international system, since they evaluate the credibility of credibility for financial commitments to corporate and sovereign issuers of debt securities, with the main purpose of reducing information asymmetry between both roles. These companies assess public and private organizations, including nations. The main objective of this thesis is, with qualitative and quantitative analysis, to research the rating shift effects brought by Big Three CRA (Standard & Poor's, Moody's Corporation e Fitch Ratings) to three countries, during the period of 2009 to 2019: Brazil, Ireland and Nigeria. Foremost, the history, role in the international system and methodology of companies are presented. Then, using an inductive method and exploratory research, investigate the correlation between the scores obtained during the period, macroeconomics (with some selected indicators) and domestic policy is evaluated. The importance of this research lies in the relevance of the agencies and the consequences they bring to the countries due to their lack of regulation, competitiveness and responsibility for evaluation errors.

Keywords: Credit Rating Agency; CRA; Standard & Poor's; Moody's; Fitch Ratings; Brazil; Ireland; Nigeria

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Fitch Ratings: Avaliação Simplificada	33
Figura 2 - Brasil: Classificação Soberana por Ano	36
Figura 3 - Irlanda: Classificação Soberana por Ano	37
Figura 4 - Nigéria: Classificação Soberana por Ano	38
Figura 5 - Produto Interno Bruto em US\$ (em dólar de Agosto de 2021)	41
Figura 6 - Dívida Pública (em porcentagem do PIB)	42
Figura 7 - Investimento Direto Externo	43
Figura 8 - Taxa de Desemprego (em % da PEA)	44
Figura 9 - Inflação	45
Figura 10 - Exportação de bens e serviços	46
Figura 11 - Índice Heritage Foundation - Brasil	47
Figura 12 - Índice Heritage Foundation - Irlanda	48
Figura 13 - Índice Heritage Foundation - Nigéria	49

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Standard & Poor's: Classificação Longo Prazo	25
Quadro 2 - Metodologia Moody's: Força Econômica	28
Quadro 3 - Metodologia Moody's: Força das Instituições e do Governo	28
Quadro 4 - Metodologia Moody's: Força Fiscal	29
Quadro 5 - Metodologia Moody's: Suscetibilidade a risco eventual	29
Quadro 6 - Metodologia Moody's: Força Econômica	30
Quadro 7 - Metodologia Moody's: Longo Prazo	30
Quadro 8 - Fitch Ratings: Classificação Longo Prazo	33
Quadro 9 - Índices Macroeconômicos	38
Quadro 10 - Notas e Cenários Simplificados	40

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACRs	Agências de Classificação de Risco
IOSCO	International Organization of Securities Commissions/Organização Internacional de Valores Mobiliários
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1. 2 Objetivos	15
1.2.1 Objetivo Geral	15
1.2.2 Objetivos específicos	15
1.1.3 Justificativa	15
1.1.4 Metodologia	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO	18
3 ORIGENS DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO	21
3.1 História	21
3.2 Standard & Poor's	23
3.2.1 Metodologia	24
3.3 Moody's Corporation	26
3.3.1 Metodologia	27
3.4 Fitch Ratings Inc.	31
3.4.1 Metodologia	32
4 ANÁLISE QUANTITATIVA EXEMPLIFICATIVA: NOTAS, MACROECONOMIA E POLÍTICA DOMÉSTICA (2009-2019)	35
4.1 Notas	35
4.2 Macroeconomia	38
4.3 Políticas domésticas	46
5 CONCLUSÃO	50
6 REFERÊNCIAS	53
ANEXO A - TABELA DE COMPARAÇÃO DE NOTAS	58
ANEXO B - TABELA COM NOTAS DE RISCO (BRASIL)	59
ANEXO C - TABELA COM NOTAS DE RISCO (IRLANDA)	62
ANEXO D - TABELA COM NOTAS DE RISCO (NIGÉRIA)	64

1 INTRODUÇÃO

O tema deste trabalho são as Agências de Classificação de Risco e as prováveis consequências das notas em diferentes países. Durante o período de 2009 a 2019, analisa-se as seguintes nações: Brasil, Irlanda e Nigéria.

As agências de classificação de risco de crédito são empresas privadas com o objetivo de avaliar organizações — privadas, públicas e países — com relação à sua credibilidade para compromissos financeiros a emissores corporativos e soberanos dos títulos de dívida, com o principal objetivo reduzir a assimetria de informações entre ambos (em suma, especula-se se uma instituição é capaz ou não de pagar empréstimos realizados) (ELKHOURY, 2008).

Em 2022, existem 10 agências reconhecidas pela U.S. Securities and Exchange Commission (SEC): A.M. Best Rating Services, Inc.; DBRS, Inc.; Demotech, Inc.; Egan-Jones Ratings Co.; Fitch Ratings, Inc.; HR Ratings de México, S.A. de C.V.; Japan Credit Rating Agency, Ltd.; Kroll Bond Rating Agency, Inc.; Moody's Investors Service, Inc.; S&P Global Ratings. Três empresas possuem a maioria do mercado financeiro, sendo elas: Fitch, Moody's e Standard & Poor's. Em 2019, a Autoridade Europeia de Valores Mobiliários e Mercados (ESMA) avaliou que essas agências possuíam 92,1% do mercado europeu; para o jornal DeutscheWelle em 2013, as empresas tinham 95% do mercado mundial¹. Elas compartilham a nacionalidade (as agências são estadunidenses), porém os métodos usados para a classificação se diferenciam em alguns pontos, seja com enfoque mais no *default* (inadimplência/"não pagamento") das dívidas ou na solvência do devedor. Porém, de forma generalizada, a metodologia de avaliação envolve classificar organizações conforme as economias e políticas locais, feita sob o viés de moldes liberais estadunidenses (PAUDY, 2014).

As principais críticas às empresas avaliadas são: falta de competitividade e barreiras à entrada de novas empresas no ramo; potencial conflito de interesses (seja como uma extensão do poderio americano ou como um ator independente, as empresas estão sujeitas a pressões de outros atores no sistema internacional, principalmente por estarem numa escala "inferior de poder", como demonstrado por

¹ Em contrapartida, uma análise global feita pelo jornal DeutscheWelle afirmou que as empresas teriam 95% aproximadamente do mercado financeiro global (2013).

Nye²); falta de transparência (em todos os aspectos de classificação); a falta de responsabilidade por erros (ELKHOURY, 2008); e, por fim, predileção a modelos econômicos neoliberais (YWATA, 2012).

As agências de classificação de risco possuem papel fundamental no sistema internacional, especialmente com a incerteza do mercado financeiro. De acordo com Rodrik (2011), algumas consequências desse sistema voltado para o mercado financeiro são:

“a diminuição da influência do Estado em economias mistas modernas³ em favor de mercados e aceitação de mercados como mecanismo primário para exercer contra política (a que disciplina o mercado), limitação do papel intervencionista do estado e uma política econômica altamente restringida, e até um certo ponto democrática, que funciona de acordo com os desejos do mercado”⁴.

São atores que possuem influência nos moldes econômicos de outros países, visto que são um meio de atrair investidores para movimentar suas economias. Portanto, as notas soberanas afetam diretamente os títulos de renda fixa, mas também afetam outras áreas: a exemplo de flexibilidade fiscal e preços das linhas de crédito⁵ (ambos itens também fazem parte da avaliação pelas ACR's).

O objetivo dessa monografia é, com base em análise quantitativa (análise de notas e índices macroeconômicos) e qualitativa (pesquisa de política doméstica e método classificativo das agências de risco), investigar sobre as possíveis consequências que Standard & Poor's, Moody's e Fitch geraram aos países estudados durante o período de 2009 a 2019.

Na primeira parte do texto, procura-se proporcionar um resumo breve da história das empresas de classificação de risco (capítulo 2). Depois, compreende-se o papel que as agências possuem no Sistema Internacional (capítulo 3). Analisa-se a metodologia classificativa de cada agência (capítulo 4) e, em seguida, com as

² A teoria de Tabuleiro Tridimensional de Xadrez por Joseph Nye (2011) refere à distribuição de poder no sistema internacional: no topo, estaria o “hard power”/poder militar; no meio, estaria o “soft power”/poder brando; embaixo, estariam os atores não governamentais.

³Rodrik menciona aqui a queda do modelo de economia mista da socialdemocracia para modelos neoliberais.

⁴Trecho original: “the decrease of state influence in modern mixed economies in favor of markets and the acceptance of markets as the primary mechanism to exercise discipline against policy (market discipline), limited the interventionist role of the state and largely subdued economic policy, and up to a certain point democracy, functioning according to markets’ desires” (KOTIOS; GALANOS; ROUKANAS, 2012)

⁵Classificação de Risco, Tesouro Nacional. Disponível em: <<https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/classificacao-d-e-risco-da-republica-soberana-do-brasil>>. Acesso em 03 de outubro de 2022.

notas e índices macroeconômicos, examina-se o impacto que as empresas tiveram sobre Brasil, Irlanda e Nigéria (capítulo 5). Por fim, conclui-se a monografia com os resultados obtidos (capítulo 6)

1. 2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

- investigar sobre as possíveis consequências das mudanças de notas das Agências de Rating nos três países escolhidos (Brasil, Irlanda e Nigéria) de 2009 a 2019.

1.2.2 Objetivos específicos

- Apresentar a história das Agências de Rating;
- Compreender a metodologia das Agências de Rating;
- Apresentar as notas das três principais Agências de Rating durante 2009 a 2019;
- Demonstrar mudanças macroeconômicas e políticas do período, com possíveis correlações com as notas;
- Questionar se as notas de classificação de risco afetam apenas os títulos de renda fixa;

1.1.3 Justificativa

A justificativa desta monografia é a importância do bom funcionamento das ACR's, visto que o Estado não é um ente privado como outros credores no sistema financeiro e que a influência destas empresas pode dificultar o crescimento de nações. Essas empresas são atores importantes no sistema internacional que afetam, em maior ou menor grau, as nações o qual avaliam.

O diferencial do governo é que esse consegue inadimplir de forma seletiva (ainda que possua recurso para cumprir a dívida), visto que possuem recursos legais “ilimitados” (diferentemente de uma empresa, cuja limitação é bem maior). A inadimplência, no entanto, prejudica a nota das agências de risco, logo pode comprometer a sua economia. De acordo com Elkhoury (2008), os riscos políticos estão alinhados com econômicos, isto é: um Estado indisposto a pagar obrigações

financeiras tende a utilizar políticas que dificultam a capacidade de honrar seus compromissos políticos.

As agências priorizam o mercado sobre o Estado, o que pode gerar abandono de políticas de crescimento socioeconômico e ambiental, visto que muitos países procuram ser os mais alinhados ao mercado financeiro para receberem recursos, tais como investimento direto externo. O problema é que, ao não colocar a devida importância no Estado, as falhas de mercado (expressas em uma forma de repetidas crises) podem gerar um custo na sociedade como um todo (KOTIOS; GALANOS; ROUKANAS, 2012).

A razão das nações escolhidas foi por serem potências regionais que possuem um mercado forte e que possuem três trajetórias diferentes das notas durante o período analisado 2009 a 2019 (uma década após crise de 2007-2008: um país que teve uma queda em suas notas (Brasil); um Estado que conseguiu melhorar seu crédito (Irlanda); uma nação que se manteve estável durante o período (Nigéria).

1.1.4 Metodologia

Com propósito exploratório, esse trabalho busca compreender a relação entre as mudanças das notas dos três países com as políticas domésticas, assim como as alterações macroeconômicas que advém, buscando uma hipótese sobre o impacto das notas agências de classificação de risco sobre sua economia. Utiliza-se o método indutivo: observa-se fenômenos e depois os correlaciona (LASTA, 2018).

A razão da metodologia exploratória é devido à falta de total transparência das ACR's. Como estudado por Canuto e Fonseca (2003), as empresas de classificação de risco se valem de diversos critérios com pesos relativos a cada índice (esses nem sempre disponíveis ao público), tanto para os quantitativos quanto os qualitativos (o segundo sendo mais complexo para análise). Portanto, uma pesquisa entre índices macroeconômicos e as notas de classificação soberanas é restrita ao conteúdo gratuito das agências de risco e a sua complexidade de formulação de nota. Busca-se levantar dados e investigar sobre as possíveis consequências das agências para que outros pesquisadores possam analisar e testar as hipóteses, em busca de explicações.

Propõe-se analisar de forma qualitativa e quantitativa: origens das agências; fortalecimento dessas durante a Financeirização e Acordo de Basileia II; posição das

agências como ator internacional; explicação da metodologia usada para a classificação; análise das notas e da macroeconomia dos três países durante 2009 a 2019; avaliação das políticas domésticas durante mesmo período; conclusão com a relação entre as notas, política e macroeconomia. O método usado é explicado pela necessidade de análise teórica e estatística, sendo a primeira com enfoque na política e o papel internacional que exerce as agências; enquanto a segunda visa avaliar as variações das classificações e das macroeconomias dos países.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico desta pesquisa foi baseado na teoria do Tabuleiro Tridimensional de Xadrez de Robert Nye. Procura-se, neste capítulo, compreender o papel das Agências de Classificação de Risco dentro das Relações Internacionais.

Robert Nye (2011), a partir de estudos sobre distribuição de poder do século XXI, desenvolveu uma teoria dos tipos de atores e poderes que esses utilizam: o Tabuleiro Tridimensional de Xadrez. Nye divide os atores em três camadas com dois tipos de poderes atribuídos. Embora os Estados sejam os únicos atores que possuem os dois tipos de poderes, Nye demonstra que há outros atores influentes no sistema internacional.

Na camada superior, encontram-se os atores hegemônicos que possuem o “Hard Power”/poder duro mais expressivo, isto é, aqueles que possuem poder bélico ou militar. É um poder exclusivo dos Estados, que abrange a esfera militar e econômica. O autor apenas considera os Estados Unidos como detentor desta camada, visto que é o único — segundo o ponto de vista de Nye — com armas nucleares de alcance intercontinental. Em outros cenários, a exemplo da Guerra Fria, a Rússia estaria junto com os Estados Unidos nesse patamar.

A segunda camada pertence aos demais Estados, os quais possuem “Soft Power”/poder brando. Ao contrário do poder bélico, o brando é descrito como: “essencialmente um meio sedutor, ele deve atrair o ator a querer imitar quem exerce tal poder, não o obrigar ou coagi-lo a fazer o que se deseja” (MARTINELLI, 2016). De característica multipolar, é expressa pelo poder econômico alinhado com parceiros econômicos. Isto é: para um ator ser influente nesta camada, não é o suficiente ter o Produto Interno Bruto alto (um país rico). Caso não tenha uma ampla gama de parceiros, está mais sujeito a retaliações em situações de conflito com outros atores.

Por fim, a camada inferior é a das relações transacionais com atores não-estatais. Neste patamar, os atores podem influenciar os atores com o poder brando, seja de forma intencional ou não. Nye (2002) ressalta que, por conta dessa camada ter atores privados, o Estado não possui absoluto controle sobre a amplitude do poder brando dos atores não-estatais.

As agências de classificação de risco fazem parte do tabuleiro inferior e, através do seu poder brando, influenciam seus ideais neoliberais. Visto que as três grandes empresas de risco de crédito são norte-americanas, a ideologia difundida é

a mesma ideologia liberal do país hegemônico (YWATA, 2012). Embora os países tenham mais “poder” (isto é, possuem o poder militar, além do poder brando) do que as empresas e que não haja obrigação ou coerção de que os Estados queiram obter avaliações altas das companhias de classificação de risco, as nações ainda o fazem. Apesar das agências afirmarem suas notas são opiniões, Elkhoury (2008) aponta que os investidores utilizam as notas como uma “ferramenta de triagem” para seus investimentos.

Outra análise também foi feita pela *International Organization of Securities Commissions*⁶ (IOSCO⁷), a qual demonstrou a dependência entre os Estados/empresas e as agências, sendo que as melhora de notas do último grupo causa levantamento de capital com menor taxa de juros, portanto, com menos custos (IOSCO 2003). A busca por notas de risco melhores pelas nações é o resultado do poder brando das ACR's, que por consequência é resultado do poder brando estadunidense.

Os Estados Unidos são, de acordo com Nye (2011), o único jogador tridimensional na contemporaneidade: está presente na primeira camada (devido ao seu poderio militar), segunda camada (é um país rico e influente no mercado⁸) e terceira camada (através de organizações internacionais e atores não-estatais, aqui estudado pelas ACR's). Sua ideologia de neoliberalismo, através do poder brando, é difundida pelos atores de todas as camadas. Logo, os moldes deste modelo econômico afetam tanto os países em desenvolvimento quanto desenvolvidos.

Porém, há uma diferença quando o país emergente e desenvolvido recebe notas com panoramas negativos. A crítica recorrente, explorada amplamente por Elkhoury (2008), é que as exigências para notas não são claras e há discrepância de conhecimento dentre países: nações desenvolvidas possuem mais centros de pesquisa do que Estados em desenvolvimento/subdesenvolvidos, privilegiando, portanto, os países mais ricos. Outro ponto seria o estudo feito pela OCDE em 1997, o qual avalia o efeito das notas de risco em mercados emergentes. Com análise

⁶ Organização Internacional de Valores Mobiliários

⁷ O IOSCO tem como um de seus objetivos aprimorar o cenário de classificação de risco de crédito internacionalmente, trouxe algumas mudanças, como o “Código de Conduta e suas revisões e os Princípios das Agências de Classificação de Riscos”. Apesar de não possuir caráter de regulador supranacional, a IOSCO possui um papel relevante no sistema internacional (AUSTIN 2016).

⁸ De acordo com o “Office of the United Trade Representative”, os Estados Unidos da América são a nação que mais comercializa no mundo (5,6 bilhões de dólares em exportação e importação) em 2019. Possuem relações comerciais com mais de 200 países. Fonte: COUNTRIES & Regions. [S. I.], 2019. Disponível em: Countries & Regions. Acesso em: 30 nov. 2022.

empírica, a pesquisa demonstrou que o panorama negativo da nota (não necessariamente significa que a nota pode cair, mas que há uma possibilidade) afeta as nações em desenvolvimento negativamente, enquanto o panorama positivo não possui um resultado positivo na mesma intensidade. Quando o cenário piora, os investidores tendem a re-orientar seus investimentos, afetando a economia por conseguinte.

Por fim, um problema que afeta tanto nações desenvolvidas quanto periféricas: apesar de serem influentes, as agências de classificação de risco estão sujeitas a conflitos de interesse. Tal como outros atores do sistema internacional sofrem pressão de outros atores para fazerem o que desejam, as ACR's podem sofrer pressão de outros atores a aplicarem notas desonestas e não condizentes com a metodologia usada por cada empresa. A falta de transparência prejudica os investidores e quem recebe o investimento. Exemplo de caso de corrupção foi que Standard & Poor's foi processada pelo Departamento de Justiça norte-americano por supostamente fazer um esquema para fraudar investidores em produtos financeiros estruturados, tais como RMBS ("Residential Mortgage Backed Securities", que são títulos hipotecários residenciais securitizados) e CDO ("Collateralized Debt Obligations", obrigação de dívida colateralizada) em 2009 (THE UNITED STATES DEPARTMENT OF JUSTICE, 2013).

3 ORIGENS DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

O objetivo deste capítulo é prover um breve resumo da história geral das agências de classificação de risco. Estuda-se também os principais feitos individuais de cada empresa.

Em seguida, analisa-se as teorias e os métodos de classificação das agências de risco. De forma individual, examinou as semelhanças e particularidades, usando como base os respectivos manuais teóricos das empresas. Existem variações dos “ratings” de crédito de emissão e de emissor, e, visto que o enfoque desta monografia são países, analisou-se somente os “rating” soberano de longo prazo (acima de 365 dias). Os de curto prazo são inferiores ou iguais a 365 dias.

Uma semelhança importante entre as três grandes empresas é que ambas disponibilizam, em seu material, termos de responsabilidade similares. Isto é: Standard & Poor’s, Moody’s e Fitch Ratings informam que suas análises não devem ser consideradas como verdade incontestável, e sim como opiniões que não devem ser usadas como única fonte para a base de investimento. De acordo com Farhi e Cintra , as classificações operam da seguinte forma:

As avaliações fundamentam-se em fatores quantitativos e qualitativos, na análise dos balanços e dos fluxos de caixa esperados durante o período de resgate dos títulos de dívidas, na posição do emissor no contexto global, na estrutura organizacional do emissor, etc. As agências não fornecem garantias contra perdas, apenas um espectro comparativo de avaliação de risco, que os investidores podem utilizar para monitorar as perdas potenciais das suas carteiras de investimento. (FARHI; CINTRA 2002)

3.1 História

As agências de classificação de risco surgiram aproximadamente na segunda metade do século dezessete, no decurso da era de construção de ferrovias norte-americanas. Durante o período, tanto a população quanto o governo visavam a “marcha para o oeste”, isto é: ocupar os territórios além dos Montes Apalaches — áreas inexploradas, por conseguinte o apelido *the wild west* (RUDDEN 2002) — com a justificativa do Destino Manifesto⁹. Devido à pressão para que as companhias ferroviárias se expandissem, a alta demanda de investimento gerou ampliação dos mercados de títulos de dívidas destas empresas. Por meio da abertura de capital e

⁹ “O Destino Manifesto foi uma doutrina estadunidense baseada em preceitos religiosos que legitimava e justificava a expansão dos estadunidenses a territórios alheios para a sua anexação ao território dos Estados Unidos. Tal ideia implicava que os estadunidenses eram um povo abençoado por Deus e escolhido especialmente para levar o esclarecimento aos “povos inferiores” da América do Norte.” (COSTA, 2011) Fonte: <http://www.cih.uem.br/anais/2011/trabalhos/224.pdf>

crédito bancário, os empresários europeus financiavam a expansão ferroviária, contudo esses investidores tinham dificuldade em dois principais aspectos: assimetria e dificuldade de acesso à informação.

Com a ausência de entidades governamentais para estabelecerem uma “ponte” entre emissor e emitente de capital, os empresários não tinham certeza de quais companhias poderiam retornar o empréstimo com juros. A fim de solucionar a falha de mercado, as empresas privadas de classificação de risco surgiram com o objetivo de avaliar a credibilidade das empresas e sua probabilidade de pagamento de juros.

As três grandes empresas — Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings — surgiram neste cenário de crescimento industrial estadunidense. Com três companhias provendo opiniões sobre a solvabilidade e o mercado norte-americano se expandindo com emissões de títulos de dívida locais e estaduais, de prestadoras de serviços públicos e de corporações industriais, Rudden (2005) explica que a indústria de classificação de risco estava cada vez mais estabelecida e as companhias de *rating* se tornaram conhecidas por sua independência, integridade e confiabilidade.

Alguns fatores históricos fizeram com que as agências aumentassem sua importância: crise de 1929 e acordo de Basileia II.

A grande depressão (1929—1939), resultado da expansão de crédito de anos anteriores, foi uma crise financeira que gerou demanda para as companhias de classificação para apontarem investimentos mais seguros, visto que o mercado estava instável. Outro evento que aumentou a influência das ACR's: anos depois, em 1931, o Departamento de Tesouro dos Estados Unidos adotou tais empresas como classificação de qualidade dos títulos dos bancos nacionais (RUDDEN 2005).

Os acordos de Basileia — chamado oficialmente de “International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards”¹⁰ — têm o objetivo de regulação de instituições financeiras, especialmente bancos. Utilizado por mais de 100 países, existem três revisões. Enquanto o primeiro acordo (1988) visava criar exigências mínimas de capital em caso de risco de crédito¹¹, o segundo acordo Basileia II (2004) tinha como objetivo reforçar medidas do acordo anterior e oferecer

¹⁰ Tradução da autora: Convergência Internacional de Mensuração e Padrões de Capital.

¹¹ Embora o risco de crédito fosse o principal, também visava o risco da taxa de juro e o risco de investimento em títulos.

mais liberdade aos bancos. As mudanças geraram um novo papel para as agências de classificação de risco, visto que estabeleceu risco de crédito para cada categoria que fosse de avaliação de crédito externo. Outras classificações de risco também são usadas em outras regras no acordo de Basileia II (ELKHOURY 2008).

No entanto, houve dois eventos que afetaram o funcionamento das agências de classificação de risco: Crise 2007-2008/Grande Recessão; Acordo de Basileia III. A crise é a causa do Acordo de Basileia III.

A Crise Financeira de 2007-2008 foi uma severa crise mundial gerada por empréstimos predatórios direcionados a compradores de casas de baixa renda, tomada excessiva de riscos por instituições financeiras globais e o estouro da bolha imobiliária dos Estados Unidos. Esse evento foi ampliado pelas empresas de *rating*, visto que empresas de hipotecas medíocres estadunidenses receberam o mais alto nível de investimento seguro (ZAIDI 2016).

Para evitar crises como essa, o acordo de Basileia foi revisado. Em 2010, ocorreu um aumento significativo na regulação das instituições financeiras, especialmente com a criação de colchões de liquidez para amenizar possíveis perdas (por exemplo: as instituições devem manter reservado 2,5% do total emprestado, para amenizar em casos de crises). A eficiência da Basileia III é controversa, visto que não afetou o status das ACR's: as empresas responsáveis pela crise de 2007 ainda possuem protagonismo no mercado (LEITE; REIS 2013).

3.2 Standard & Poor's

Standard & Poor's — se considerar suas origens antes da fusão empresarial entre Standard Statistics Bureau e Poor's Publishing Company— é a mais antiga das três agências de classificação.

Sua importância data desde 1848, quando Henry Varnum Poor¹² se tornou editor do "American Railroad Journal" e começou a publicar informações sobre as ferrovias, tais como ativos, lucros e passivos. Neste mesmo período, foi criada a Poor's Publishing Company. Foi tão bem sucedido que, após o fim da Guerra da Secessão¹³ em 1865, Poor produziu a "Poor's Manual of the Railroads of the United

¹² Henry Varnum Poor (1812 - 1905): analista financeiro e fundador da empresa predecessora da Standard & Poor's.

¹³ Conflito armado de 1861 a 1865 entre os estados dos Estados Unidos. A guerra possuía dois lados: a União (estados que eram leais a federação do país, pertenciam a porção norte do território) e os Confederados (os quais buscavam a separação, porção sul do território)

States"¹⁴, importante fonte de informação da indústria ferroviária que serviu como primórdio para as empresas de classificação de risco contemporâneas (S&P, [s./d.]). Por volta de 1916, Standard Statistics Bureau começou a atribuir classificações de títulos emitidos por corporações e governos (YWATA, 2012). Em 1941, ocorreu a fusão de Standard Statistics e Poor's Publishing Company, criando a Standard & Poor's.

Uma das líderes de mercado contemporaneamente, sua importância está além de "ratings": a S&P 500 é um índice do mercado de ações que representa as 500 maiores empresas do mundo. Com objetivo de representar as empresas líderes em seus respectivos setores, é considerado um termômetro do desempenho médio no mercado de ações e da rentabilidade em renda variável. Em paralelo com o cenário brasileiro, é equivalente ao Ibovespa¹⁵ (LEONARDO P. 2020).

3.2.1 Metodologia

Autointitulada como líder mundial como provedora de informações para classificação de mercado privado e para entidades governamentais, a Standard & Poor's define o *rating* soberano com base em "default"/inadimplência. Das três grandes empresas de *rating*, é a que possui avaliação mais subjetiva. Existem cinco fatores que S&P utiliza em sua classificação no *rating* soberano, de acordo o artigo "How We Rate Sovereigns" (STANDARD & POOR'S, 2019) da própria empresa: avaliação institucional, econômica, externa, fiscal e monetária.

A seção "institucional" reflete sobre as entidades governamentais e as políticas domésticas, se ambos conseguem gerir crescimento econômico e sustentável de forma estável; também é analisado a transparência e das informações, como também a responsabilidade dos processos e instituições. Por fim, é considerado o histórico de pagamento de dívidas e potenciais riscos (isto é, as vulnerabilidades políticas e econômicas, tanto externas como internas).

A parte "econômica" diz respeito ao PIB per capita (para a empresa, este índice demonstra potencial fiscal e de financiamento) e perspectiva de crescimento econômico (especialmente quanto a sua diversidade e volatilidade).

¹⁴ Tradução da autora: "Manual de Rodovias de Poor dos Estados Unidos"

¹⁵ A comparação, feita por Leonardo Pinto, é por ambos serem indicadores. O valor dos mercados são discrepantes, visto que a Ibovespa possui 0,7 trilhão de dólares com 75 empresas, enquanto apenas o valor de mercado da Apple equivale a 2 trilhões de dólares(uma das 500 empresas da S&P 500). Os dados anteriores são de 2020.

A avaliação “externa” se refere às transações comerciais de entidades públicas e privadas domésticas com demais empresas de outros países. São indicadores avaliados: status da moeda em transações internacionais; liquidez externa; posição de investimento internacional.

A seção “fiscal” é sobre as dívidas e déficits de um país e o quão sustentável a nação lida com essas questões. É dividido em duas categorias: estrutura fiscal e o “peso” da dívida. Os índices nesse segmento são: a flexibilidade fiscal; tendências fiscais de longo prazo e suas vulnerabilidades; estrutura da dívida e acesso a financiamento; potenciais riscos de passivos contingentes.

Por fim, o segmento de “monetária” considera a habilidade monetária da nação em sustentar uma economia balanceada e atenuar crises financeiras. É avaliado o regime de taxa cambial e a credibilidade da política monetária.

Os cinco fatores, cada um, recebem uma pontuação de 1 (“melhor”) a 6 (“pior”). A combinação das pontuações geram dez possibilidades de *rating*, divididos entre grau de “investimento” e “especulativo”, as quais diversificam de AAA (mais provável a honrar o compromisso financeiro) a D (alta chance de “default”). Os *ratings* influenciam no compromisso financeiro, visto que a nota das agências é inversamente proporcional aos juros. Isto é, um empréstimo dado a uma nação que possui classificação de “AAA” terá juros mais baixos do que um país “CC”.

Abaixo, há um quadro com as classificações atuais de longo prazo (2022) com as respectivas notas explicativas:

Quadro 1 - Standard & Poor's: Classificação Longo Prazo

Categoria	Notas explicativas
AAA	Mais alta qualidade (grau de investimento): Capacidade extremamente forte de honrar compromissos financeiros
AA	Qualidade muito alta (grau de investimento): Capacidade muito forte de honrar compromissos financeiros
A	Qualidade alta (grau de investimento): Forte capacidade de honrar compromissos financeiros, mas ligeiramente suscetível às condições econômicas e às mudanças nas circunstâncias.
BBB	Boa qualidade (grau de investimento): Capacidade adequada de honrar compromissos financeiros, porém mais suscetível a condições econômicas adversas
BB	Grau especulativo:

	Menos vulnerável no curto prazo, porém enfrenta incertezas contínuas relativas às condições de negócio, financeiras e econômicas adversas
B	Altamente especulativo (grau especulativo): Mais vulnerável a condições adversas de negócio, financeiras e econômicas, porém atualmente apresenta capacidade de honrar compromissos financeiros
CCC	Risco substancial (grau especulativo): Atualmente vulnerável e dependente de condições de negócio, financeiras e econômicas favoráveis para honrar compromissos financeiros
CC	Risco muito alto (grau especulativo): Altamente vulnerável; o default ainda não ocorreu, mas espera-se que sua ocorrência seja certa
C	Risco excepcionalmente alto (grau especulativo): Atualmente altamente vulnerável à inadimplência, e espera-se que uma recuperação final seja menor que aquela prevista no caso de obrigações com <i>ratings</i> mais elevados
D	Inadimplente (grau especulativo): Default no pagamento de um compromisso financeiro ou quebra de uma promessa imputada; também utilizado quando um pedido de falência foi registrado

Fonte: ENTENDENDO OS RATINGS: Um rating de crédito é uma opinião informada. Disponível em <<https://www.spglobal.com/ratings/pt/about/understanding-ratings>>. Acesso em: 12 de Setembro de 2022.

3.3 Moody's Corporation

John Moody¹⁶ publicou o “Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities”¹⁷ em 1900, concomitante com o ano de fundação da “Moody's Corporation”. O manual continha informações sobre ações e títulos de instituições financeiras, agências governamentais e companhias de diversos ramos (exemplo de: manufaturas, mineração, utilidades e alimentação).

Contudo, a agência Moody realmente se destacou no mercado em 1909, visto que — ao invés de oferecer apenas estatísticas sobre o mercado financeiro — a empresa providenciava análise de títulos aos investidores, inicialmente com enfoque

¹⁶ Analista financeiro e pioneiro na avaliação de títulos e fundador da Moody's Investors Service

¹⁷ Em tradução livre: “Manual do Moody de títulos industriais e outros”

nas empresas ferroviárias. Sua ascensão no mercado foi de forma gradual até que, em 1924, a empresa cobria perto de 100% dos títulos. A corporação desenvolveu a primeira classificação de risco baseado na possibilidade de *default*¹⁸, o qual foi também adotado para o manual de Poor em 1922 por ter sido bem sucedido (RUDDEN 2002).

Por esta característica, de ser a primeira empresa a oferecer opiniões sobre o mercado de títulos, é considerada por alguns como a primeira empresa de classificação de risco.

3.3.1 Metodologia

Em contrapartida das suas concorrentes, a Moody's não possui a metodologia de forma transparente: para acessar os dados, é necessário ser cadastrado no site a princípio. Seus métodos avaliativos são frequentemente alterados e é possível acessar algumas versões antigas, porém há outros documentos que necessitam de assinatura (a exemplo de avaliações soberanas detalhadas de países).

O método classificativo de Moody's utilizado neste trabalho é o "Sovereign Ratings Methodology" (MOODY'S, 2022), publicado pela própria empresa. Sobre um aspecto geral, a agência considera quatro fatores primeiramente: força econômica; força das instituições e do governo; força fiscal; suscetibilidade a algum evento de risco. Depois há outros fatores subjugados, tais como: resiliência econômica; força financeira do governo; resultado da tabela de desempenho, demonstrado num espectro; outras considerações avaliativas; avaliações de nível emissor e instrumental.

Um aspecto positivo na metodologia da Moody's é que é extremamente detalhada. Cada fator, com seus subitens e "métricas" (como a empresa define os índices sócio-econômico), possui a explicação do porquê foi incluído na classificação. Um diferencial importante é que demonstra os pesos percentuais dos subitens na nota avaliativa, demonstrando o que a agência considera mais ou menos relevante (exemplo: a métrica "PIB nominal" representa 30% no fator "Força Econômica"). A nota de cada fator depende do valor que a nação recebe nas métricas, especificado em tabelas específicas no documento. Por exemplo: o PIB nominal que tiver acima de 1.000 bilhão de dólares recebe "aaa", a maior avaliação

¹⁸ Possibilidade de não pagamento das obrigações legais da dívida (inadimplência)

da empresa. Por fim, com métodos qualitativos, a empresa avalia (no fator “Resultado da tabela”) uma pontuação entre 1,5 a 20,5, que representa a nota final.

Para ilustrar melhor a metodologia, abaixo há cinco tabelas com os fatores, subfatores, porcentagem (com notação¹⁹ em algumas) e métrica (como eles calculam o subfator) da Moody’s Corporation.

Quadro 2 - Metodologia Moody’s: Força Econômica

Fator	Subfator	Porcentagem	Métrica
Força Econômica	Dinâmica do crescimento	35%	Média real do crescimento do PIB
			Volatilidade real do crescimento do PIB
	Escala de economia	30%	PIB nominal (US\$ bilhões)
	Renda nacional	35%	PIB per capita
	Ajuste de pontuação	0-9 notações	Outros

Quadro 3 - Metodologia Moody’s: Força das Instituições e do Governo

Fator	Subfator	Porcentagem	Métrica
Força das Instituições e do Governo	Qualidade das instituições	40%	Qualidade do Legislativo e Executivo
			Força da Sociedade Civil e Judiciário
	Eficácia da política	60%	Eficácia da política fiscal

¹⁹ Notação, em inglês *Notches*, “é a prática das agências de classificação de crédito de atribuir diferentes classificações de crédito a obrigações ou dívidas específicas de uma única entidade emissora ou entidades intimamente relacionadas.” (KENTON, 2022)

			Eficácia da política monetária e macroeconômica
	Ajuste de pontuação	0-3 notações	Histórico da inadimplência e obrigações monetárias
			Outros

Quadro 4 - Metodologia Moody's: Força Fiscal

Fator	Subfator	Porcentagem	Métrica
Força Fiscal	Peso da dívida	50%	Dívida bruta governamental / PIB
			Dívida bruta governamental / Receita
	Viabilidade da dívida	50%	Pagamento de juros geral / Receita
			Pagamento de juros geral / PIB
	Ajuste da pontuação	0-6 notações	Tendência de dívida
			Dívida bruta governamental em moeda estrangeira / Dívida do governo
			Outras dívidas do setor público não financeiro / PIB
			Ativos financeiros do setor público e fundos soberanos / Dívida bruta do governo
			Outros

Quadro 5 - Metodologia Moody's: Suscetibilidade a risco eventual

Fator	Subfator	Porcentagem	Métrica
Suscetibilidade a risco eventual	Peso da dívida	50%	Dívida bruta governamental / PIB
			Dívida bruta governamental / Receita
	Viabilidade da dívida	50%	Pagamento de juros geral / Receita
			Pagamento de juros geral / PIB

	Ajuste da pontuação	0-6 notações	Tendência de dívida
		0-6 notações	Dívida governamental em moeda estrangeira / Dívida do governo
		0-6 notações	Outras dívidas do setor público não financeiro / PIB
		0-6 notações	Ativos financeiros do setor público e fundos soberanos / Dívida bruta governamental
		0-3 notações	Outros

Quadro 6 - Metodologia Moody's: Força Econômica

Fator	Subfator	Porcentagem / Como funciona
Resiliência econômica	Força econômica	50%
	Força das instituições e do governo	50%
Força financeira do governo	Resiliência econômica	Definido com a tabela "Exhibit 7" do Sovereign Ratings Methodology (2022)
	Força fiscal	
Resultado da tabela de desempenho (definição da nota)	Somatória da pontuação dos outros fatores	Pontuação varia de 20,5 a (igual ou inferior) 1,5. Quanto menor, melhor avaliado.

Fonte: Sovereign Ratings Methodology (2022)

A avaliação de países é feita de acordo com a “Moody’s Global Scale” de longo prazo. Essa classificação possui 21 (vinte e um) graus, separados em nove categorias. Da nota “Aa” a “Caa”, a empresa adiciona modificadores 1, 2 e 3 na avaliação genérica. Isto é, os números indicam hierarquia dentro de uma categoria. Abaixo da nota sem notação, está o modificador “1”. Esse é superior ao “2” que, por conseguinte, está num patamar mais elevado que o “3”. No quadro abaixo, demonstram-se as notas com os seus respectivos significados.

Quadro 7 - Metodologia Moody's: Longo Prazo

Categoria	Notas explicativas
------------------	---------------------------

Aaa	Obrigação de qualidade altíssima e baixíssimo risco de crédito (grau de investimento)
Aa (Aa1; Aa2; Aa3)	Obrigação de qualidade alta e muito baixo risco de crédito (grau de investimento)
A (A1; A2; A3;)	Obrigação de qualidade acima da m�dia e baixo risco de crédito (grau de investimento)
Baa (Baa1; Baa2; Baa3)	Obrigação de qualidade mediana e risco de crédito moderado (grau especulativo)
Ba (Ba1; Ba2; Ba3)	Obrigação com risco de crédito substancial (grau especulativo)
B (B1; B2; B3)	Obrigação com risco de crédito alto (grau especulativo)
Caa (Caa1; Caa2; Caa3)	Obrigação com risco de crédito muito alto (grau especulativo)
Ca	Obrigação com provável risco de inadimplência e alguma perspectiva recuperação do principal e juros (grau especulativo)
C	Obrigação com inadimplência e pouca perspectiva de recuperação do principal e juros (grau especulativo)

Fonte: Rating Symbols and Definitions (2022)

3.4 Fitch Ratings Inc.

Fitch Publishing Company Inc foi criada por três investidores, sendo um deles John Knowles Fitch²⁰, em 1914. Assim como as outras agências, também criou um livro que auxiliava investidores com os títulos: “Fitch Bond Book”²¹, o qual fora bem sucedido por linguagem acessível.

Em 1924, a companhia desenvolveu um sistema de classificação de “AAA” para “D”, do menos possível para o mais possível risco de *default*. Essa esquematização se tornou a mais popular contemporaneamente, sendo adotada de forma similar por outras companhias.

Fitch passou por fusões até se tornar propriamente, em 2000, a “Fitch Ratings Inc.”. Durante o período, fundiu-se com Duff & Phelps Credit Rating Co. (uma agência de classificação de risco) e Thomson BankWatch (uma das maiores agências de classificação de risco bancária do período).

²⁰ (1880–1943), empresário e economista.

²¹ Em tradu o livre: “Livro de Ações da Fitch”

Pioneira nos serviços da América Latina, é a menor agência de risco, em comparação a Moody's e S&P. Um dos seus diferenciais é o papel importante de “tie-breaker”, isto é, omite uma opinião quando há divergência entre as duas outras empresas.

3.4.1 Metodologia

A metodologia da Fitch Ratings Inc para classificação de países é disponibilizada pelo documento “Sovereign Rating Criteria: Master Criteria” (Fitch Ratings, 2022), publicado pela própria empresa. Enquanto a Standard & Poor's tem avaliação mais vaga e a Moody's a possui bem descritiva, a Fitch é o meio-termo: embora tenha detalhes sobre o que compõem as avaliações soberanas, faltam informações de como é calculado a nota. Alguns índices utilizados são vagos (exemplo: capacidade e estabilidade política), os quais cabem a interpretação dos analistas da Fitch e, logo, possuem pouca previsibilidade e transparência.

Existem 35 índices — tanto qualitativos e quantitativos — utilizados na análise da empresa, divididos em quatro categorias: fatores estruturais; performances macroeconômicas, políticas e perspectivas; finanças públicas; e finanças externas. Há uma categoria para o ajuste da nota, não possui índice, apenas é utilizado para definir em qual nota a avaliação cabe.

Os fatores estruturais são compostos por indicadores de governança: PIB per capita; participação no PIB mundial; anos desde a inadimplência ou evento de reestruturação; ampla oferta monetária; capacidade e estabilidade política; riscos do setor financeiro; outros fatores estruturais.

O item de “performances macroeconômicas” possuem índices similares às outras empresas: volatilidade do crescimento real do PIB; inflação dos preços ao consumidor; crescimento real do PIB; credibilidade e flexibilidade da política macroeconômica; perspectivas de crescimento do PIB (cinco anos); estabilidade macroeconômica.

Na parte de finanças públicas, há o destaque da questão da dívida: dívida bruta do governo dividida pelo PIB; juros do governo geral (porcentagem da receita); saldo fiscal do governo geral dividido pelo PIB; dívida do governo em moeda estrangeira pela dívida bruta governamental; flexibilidade de financiamento fiscal; sustentabilidade da dívida pública; estrutura fiscal.

Por fim, as finanças externas possuem os seguintes indicadores: flexibilidade de moeda de reserva; ativos estrangeiros líquidos soberanos (porcentagem do PIB); dependência de commodities; reservas cambiais (pagamentos externos expresso em meses); serviço de juros externos (porcentagem das receitas externas); saldo em conta corrente e investimento direto externo (porcentagem do PIB); flexibilidade de financiamento externo; sustentabilidade da dívida externa; vulnerabilidade a choques.

A Fitch Ratings disponibiliza um quadro para melhor compreensão dos índices qualitativos e quantitativos. Segue abaixo uma versão traduzida deste:

Figura 1 - Fitch Ratings: Avaliação Simplificada



Fonte: Sovereign Rating Criteria (2022)

Sobre o método classificatório, possui 11 categorias com modificadores presentes do “AAA” a “CCC”. De forma diferente da Moody’s, esse modificador é “+” e “-”, sendo que aquele que possui o primeiro símbolo está num patamar superior ao neutro, que por esse está superior ao com símbolo negativo. Por exemplo, AA+ é melhor que AA, que por conseguinte, é melhor que AA-. Abaixo apresenta-se a classificação de longo prazo da Fitch Ratings:

Quadro 8 - Fitch Ratings: Classificação Longo Prazo

Categoria	Notas explicativas
-----------	--------------------

AAA	Mais alta qualidade de crédito, capacidade fortíssima de cumprir as obrigações financeiras (grau de investimento)
AA (AA+;AA;AA-)	Qualidade muito alta de crédito, capacidade muito forte de cumprir as obrigações financeiras (grau de investimento)
A (A+;A;A-)	Qualidade alta de crédito, capacidade forte de cumprir obrigações financeiras (grau de investimento)
BBB (BBB+;BBB;BBB-)	Qualidade boa de crédito, capacidade adequada de cumprir obrigações financeiras (grau de investimento)
BB (BB+;BB;BB-)	Qualidade mediana de crédito, capacidade de cumprir obrigações financeiras melhor a curto prazo (grau especulativo)
B (B+;B;B-)	Qualidade altamente especulativa de crédito, capacidade comprometida de cumprir obrigações financeiras por vulnerabilidade financeira (grau especulativo)
CCC (CCC+;CCC;CCC-)	Qualidade com risco substancial de crédito, a capacidade depende de condições favoráveis para cumprir obrigações financeiras (grau especulativo)
CC	Qualidade com alto risco de crédito, a capacidade para cumprir obrigações financeiras depende altamente de condições financeiras (grau especulativo)
C	Próximo de inadimplência, porém os pagamentos ainda podem ser cumpridos (grau de “default”)
RD	Inadimplência restrita, quando ocorrem fenômenos específicos (grau de “default”)
D	Inadimplente (grau de “default”)

Fonte: Rating Definitions (2022)

4 ANÁLISE QUANTITATIVA EXEMPLIFICATIVA: NOTAS, MACROECONOMIA E POLÍTICA DOMÉSTICA (2009-2019)

O objetivo desta seção é analisar a política, índices macroeconômicos e as notas das empresas de classificação de risco de três países — Brasil, Irlanda e Nigéria — durante o período de 2009 a 2019. Nenhuma das três empresas forneceram dados históricos para não inscritos, portanto as informações foram retiradas de outras fontes.

As notas de risco afetam diretamente os títulos de renda fixa²² e o propósito da análise é questionar se outras áreas são afetadas pelas avaliações, seja na área do Estado ou em outros aspectos do Mercado.

Juntamente com os indicadores macroeconômicos, procura-se correlacionar e investigar se houve alguma correlação com as notas de crédito de risco.

4.1 Notas

Os três países escolhidos para essa monografia possuem peculiaridades quanto às suas classificações pelas agências de risco durante o período de 2009 a 2019. É importante a ressalva de que boa parte das nações sofreram variações das notas no decurso desses anos, devido à crise financeira que durou de 2007 a 2009, embora suas consequências perduraram anos depois. As agências tiveram grande impacto na crise, pois interpretaram de forma errônea os riscos associados com títulos de hipoteca. Os danos, somente da Standard & Poor's, chegaram a 2 trilhões de dólares de déficit no Tesouro Nacional dos Estados Unidos²³.

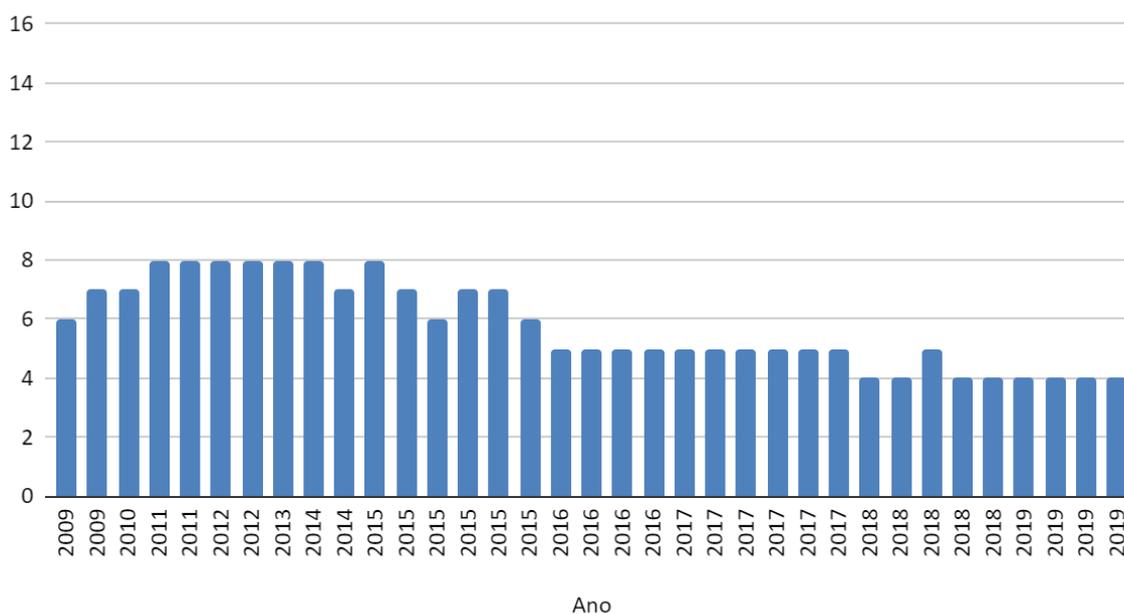
Abaixo de cada explicação por país, está um gráfico que demonstra a variação das notas por ano. O gráfico foi feito com base nos seguintes itens: tabela que relaciona as notas das três ACR's para comparação (ANEXO A - TABELA DE COMPARAÇÃO DE NOTAS); tabelas com todas os riscos soberanos avaliados pelas três empresas [(ANEXO B - TABELAS COM NOTAS DE RISCO (BRASIL); ANEXO C - TABELAS COM NOTAS DE RISCO (IRLANDA); ANEXO D - TABELAS COM NOTAS DE RISCO (NIGÉRIA)].

²² Títulos de renda fixa são instrumentos utilizados por companhias e países para obter mais investimentos para suas atividades. São empréstimos com uma taxa fixa de juros (os últimos são avaliados pelas agências de classificação de risco), cujo valor varia conforme o risco de inadimplência (MURPHY, 2020)

²³ Fonte: The Credit Rating Controversy. Council of Foreign Relations. 19 de Fevereiro de 2015. Disponível em: <<https://www.cfr.org/backgrounder/credit-rating-controversy>>. Acesso em 15 de dezembro de 2022

A República Federativa do Brasil possuiu algumas variações de classificação, com transições de graus especulativos e poucos graus de investimentos. A potência regional teve avaliações positivas até 2014, logo piorou e só teve sinais de melhora somente em 2019. Teve 36 avaliações de notas ao total, pelas agências de classificação de risco estudadas, como observado no gráfico abaixo:

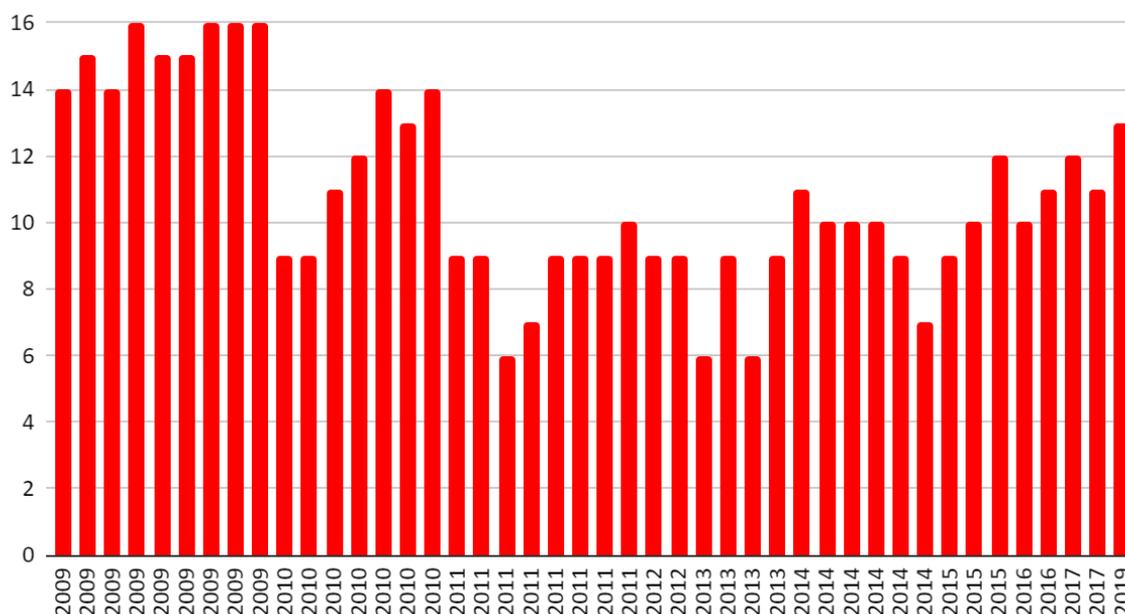
Figura 2 - Brasil: Classificação Soberana por Ano



Fonte: Elaboração própria a partir do Marcos (2014) e Tesouro Nacional (2022).

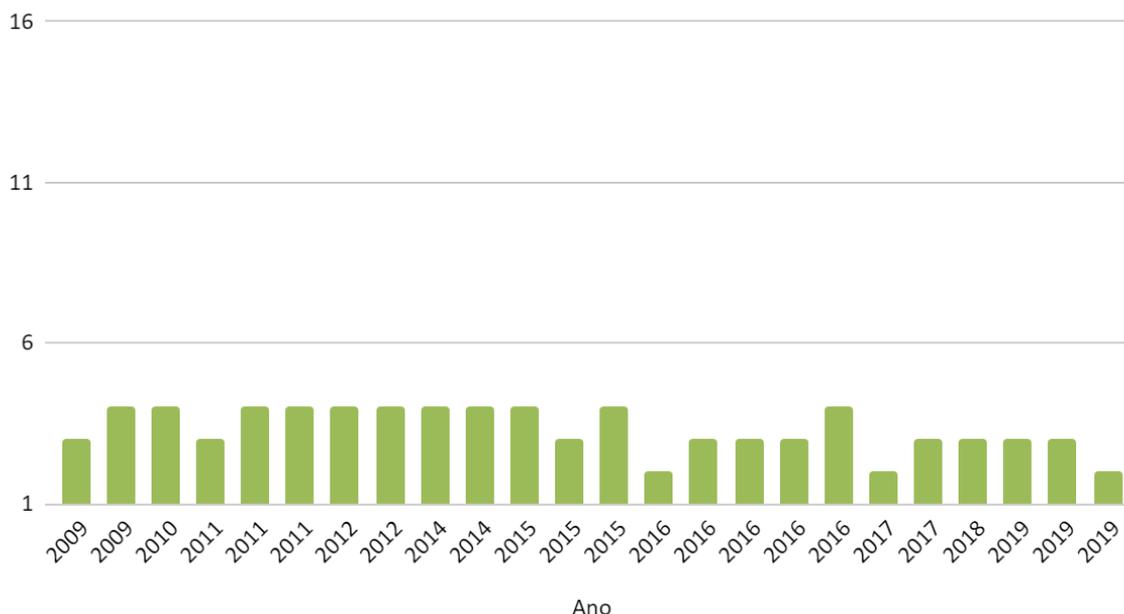
De acordo com a Heritage Foundation (2022), a República da Irlanda é considerada a terceira economia mais “livre” do mundo. Foi bastante afetada pela crise, visto que foi considerada uma das economias mais fracas da Europa (país fez parte dos “PIIGS²⁴”). Teve bastante variação das notas de avaliação, também oscilando de grau de investimento a especulativo. Após 2009, teve queda de *rating* e recuperou em 2013. Abaixo, encontra-se o gráfico com as notas por ano, sendo 44 avaliações de risco no total:

²⁴ PIIGS são os países que foram afetados pela crise europeia, são eles: Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha. Fonte: Deficit na Europa assombra mundo; entenda o que são os Piigs. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2010/02/10/piigs.htm>>. Acesso em 01 de Novembro de 2022

Figura 3 - Irlanda: Classificação Soberana por Ano

Fonte: Elaboração própria a partir do Marcos (2014) e Trading Economics (2022).

A potência regional da República Federativa da Nigéria foi a nação que — dos três países estudados — teve menor alternância de notas. Embora também teve a menor quantidade de classificações durante os dez anos analisados (24 notas em comparação às 44 da Irlanda e 36 do Brasil). As três empresas tiveram análises similares, sendo que boa parte das notas é de grau especulativo com risco de inadimplência em situações de vulnerabilidade. A seguir, o gráfico por ano das classificações soberanas nigerianas:

Figura 4 - Nigéria: Classificação Soberana por Ano

Fonte: Elaboração própria a partir do Marcos (2014) e Trading Economics (2022).

4.2 Macroeconomia

Como observado na seção anterior, a macroeconomia influencia fortemente a nota dada pelas ACRs. Foram escolhidos seis índices macroeconômicos: produto interno bruto, dívida pública (em porcentagem do PIB), investimento direto externo, desemprego, inflação, taxa de juros e exportação.

Devido a limitação de informação sobre o cálculo das agências de classificação de risco, foram escolhidos índices que são usados explicitamente na classificação das agências (Produto Interno Bruto, Dívida Pública e Investimento Direto Externo); indicadores que confirmam tendências de mercado, para avaliar o impacto pós notas (Desemprego e Inflação); por fim, com uma análise baseada em Prebisch, um indicador que demonstra o comércio externo e a estabilidade do Estado perante crises (Exportação de Bens e Serviços).

O quadro abaixo demonstra os índices com as respectivas explicações e justificativas do porquê foram escolhidos:

Quadro 9 - Índices Macroeconômicos

Índice	Explicação	Justificativa

PIB	Soma, em moeda local, dos bens e serviços finais produzidos por uma nação (IBGE, 2021)	Usado no cálculo da avaliação pelas três agências de classificação de risco estudadas.
Dívida Pública/Governamental	Abrange o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo ²⁵ .	Usado no cálculo da avaliação pelas três agências de classificação de risco estudadas.
Investimento Direto Externo	“(…)investimento duradouro realizado por uma empresa em um país estrangeiro, caracterizado por no mínimo 10% do capital social de uma empresa estrangeira.” (CORRÊA & MÈRCHER, 2018)	Usado no cálculo da avaliação pelas três agências de classificação de risco estudadas.
Desemprego	Representa as pessoas que se encontram na população economicamente ativa e procuram um emprego. Possui especificações, que podem variar conforme o país. ²⁶	É um <i>lagging indicator</i> (indicador atrasado). Um fator que altera com mudanças econômicas e que geralmente piora com mercado interno instável. Usado para confirmar tendências ²⁷ .
Inflação	Aumento de preços de produtos e serviços. ²⁸	É um <i>lagging indicator</i> (indicador atrasado). Um fator que altera com mudanças econômicas e que geralmente piora com mercado interno instável. Usado para confirmar tendências

²⁵ Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) - Total - Banco Central. Disponível em: <<https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/4505-divida-liquida-do-setor-publico--pib---total---banco-centra>>. Acesso em 10 de setembro de 2022.

²⁶ Por exemplo, donas de casa não entram na categoria de desemprego no Brasil. Fonte: Desemprego, IBGE. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/explica/desemprego.php>>. Acesso em 10 de setembro de 2022.

²⁷Glossary:Lagging indicator. Eurostat. Disponível em: <https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Lagging_indicator#:~:text=A%20lagging%20indicator%20is%20an,figures%2C%20profits%20or%20interest%20rate>. Acesso em 10 de setembro de 2022

²⁸Inflação, IBGE. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/explica/inflacao.php>>. Acesso em 10 de setembro de 2022

Exportação de Bens e Serviços	Saída de bens, serviços e produtos de uma nação.	A exportação beneficia, além da diplomacia, o comércio doméstico, visto que gera empregos, receitas e aumento de produção ²⁹ . Os bens (commodities) comercializados pelos países podem sofrer deterioração dos termos de troca, o que deprecia sua balança de pagamentos a longo prazo (PREBISCH, 2000).
-------------------------------	--	--

Fonte: Elaborada pela autora

Os gráficos abaixo, com os índices observados, demonstram os comparativos entre as nações do período de 2009 a 2019. Para melhor visualização, abaixo há uma tabela simplificada com períodos de melhora, estabilidade e piora de cenário para cada país e cada ACRs:

Quadro 10 - Cenários Simplificados

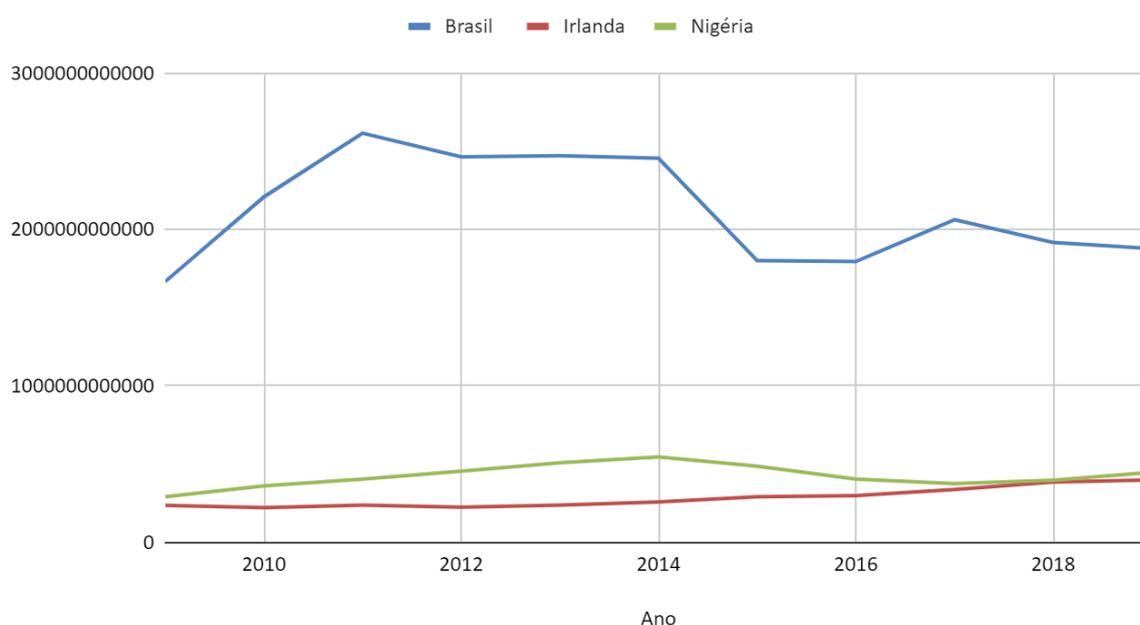
País	Melhora/Estabilidade de cenário	Piora de cenário
Standard & Poor's		
Brasil	2009 a 2013; 2014 a 2015; 2018 a 2019;	2013 a 2014; 2015 a 2018;
Irlanda	2011 a 2019;	2009 a 2011;
Nigéria	2009 a 2014; 2015 a 2016; 2016 a 2019	2014 a 2015; 2016;
Moody's Corporation		
Brasil	2009 a 2014; 2016 a 2019;	2014 a 2016;
Irlanda	2011 a 2019;	2009 a 2011;
Nigéria	2009 a 2016; 2016 a 2019;	2016 a 2017;
Fitch's Rating		
Brasil	2009 a 2015; 2018 a 2019;	2015 a 2018;
Irlanda	2011 a 2019;	2009 a 2011;
Nigéria	2009 a 2015; 2016 a 2019;	2015 a 2016;

Fonte: Elaborado pela autora com as tabelas dos Anexos B, C e D (2022)

²⁹ SEGAL, Troy. What Are Exports? Definition, Benefits, and Examples. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/e/export.asp>>. Acesso em 10 de setembro de 2022

O Produto Interno Bruto é um índice amplamente utilizado pelas agências de classificação de risco. Observa-se que tanto Nigéria e Irlanda tiveram flutuações controladas e de valores mais próximos entre si, enquanto o Brasil teve variações bruscas: seja a ascensão de 2009 a 2011 (classificação com notas boas de investimento e com perspectiva positiva) e a queda de 2014 a 2015 (houve rebaixamento da nota e má perspectiva). A Nigéria teve avaliação piorada de 2014 a 2016 (BB- para B+) e também houve queda no PIB. A Irlanda, apesar de avaliações negativas, manteve o produto interno bruto estável até 2016 que, após perspectiva positiva, teve aumento de PIB. A seguir, o gráfico com o PIB das três nações durante o período estudado:

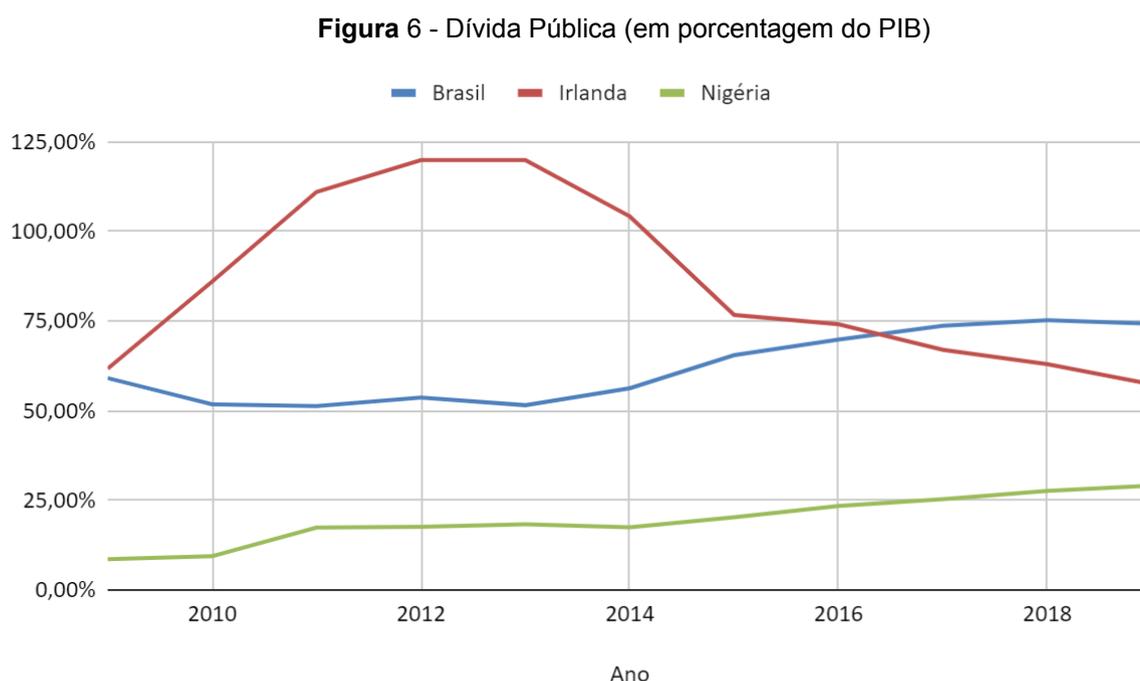
Figura 5- Produto Interno Bruto em US\$ (em dólar de Agosto de 2021)



Fonte: Elaboração própria com dados do World Bank.

O tamanho da dívida governamental em relação ao PIB influencia nas decisões de investidores: um país que consegue pagar os juros da dívida, sem refinanciar, é geralmente considerado como estável. Porém uma nação com alta dívida pública em relação ao PIB possui tendência a ter mais dificuldade de honrar os compromissos financeiros, que, por conseguinte, os credores emprestam com maiores taxas de juros a estes Estados para compensar a instabilidade (KENTON, 2022). Também um índice utilizado pelas agências, a Nigéria e o Brasil tiveram crescimento constante da dívida governamental, com aumento crescente após 2014

(em concomitante com a diminuição das notas de ambos países). A Irlanda, por outro lado, teve um aumento considerável da dívida entre 2009 a 2013. O período foi antes e durante a queda das avaliações pelas agências, considerando que as notas mais baixas da Irlanda foram entre 2011 a 2015. Abaixo, observa-se o gráfico com o índice:

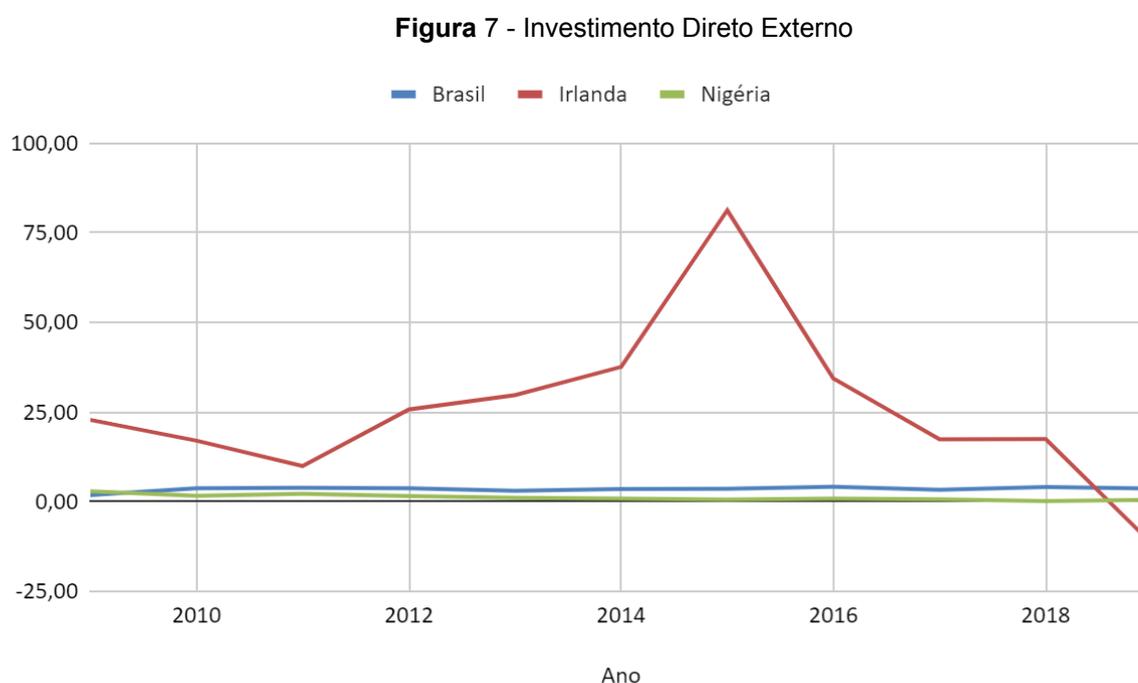


Fonte: Elaboração própria com dados do Trading Economics (2022).

De acordo com sua metodologia, a Fitch Ratings avalia o Investimento Direto Externo em porcentagem do PIB. O IDE é um meio de incentivar o crescimento econômico, especialmente quando a poupança interna não for suficiente para os investimentos nacionais. O Brasil é um exemplo desta situação, o país agroexportador depende de investimentos externos para sua industrialização desde a década de 70 (SILVA; CAMPOS; MANOLESCU, 2006). Embora os valores de investimento direto externo do Brasil e da Irlanda não serem discrepantes em alguns anos (em 2013, respectivamente, as nações tinham 75,21 bilhões de dólares e 70,81 bilhões de dólares no volume total³⁰), a porcentagem em relação ao produto interno bruto os difere na sua avaliação (no exemplo anterior, em 2013, os valores são 3,04% e 29,72%). Devido ao seu alto PIB, os valores deste tipo de investimento no Brasil não passam de 5% — enquanto Irlanda, com produto interno bruto mais

³⁰Fonte: Macrotrends

similar a Nigéria, chegou a 81,30% de IDE em 2015. Um detalhe do país europeu estudado é que, após a melhora de nota e panorama em 2014, Irlanda recebeu grandes investimentos externos. Porém diminuiu em porcentagem pós 2015 devido ao protecionismo de Trump (houve redução da taxa de imposto corporativo dos EUA³¹), o qual gerou redução de investimento externo. A Nigéria não atrai tanto IDE em volume ou em porcentagem de PIB. Um dos fatores que atraem investimento direto externo é a estabilidade política (SILVA; CAMPOS; MANOLESCU, 2006) e, devido a problemas de segurança nacional, a nação possui dificuldade de atrair IDE³². A seguir, o gráfico do investimento externo direto entre as três nações:



Fonte: Elaboração própria com dados do Macro Trends (2022).

Taxa de desemprego é um indicador de utilização de recursos humanos, que pode afetar a expansão fiscal³³ e política monetária. No caso de países que usam o euro como moeda, o controle do segundo tópico recai para o Banco Central Europeu

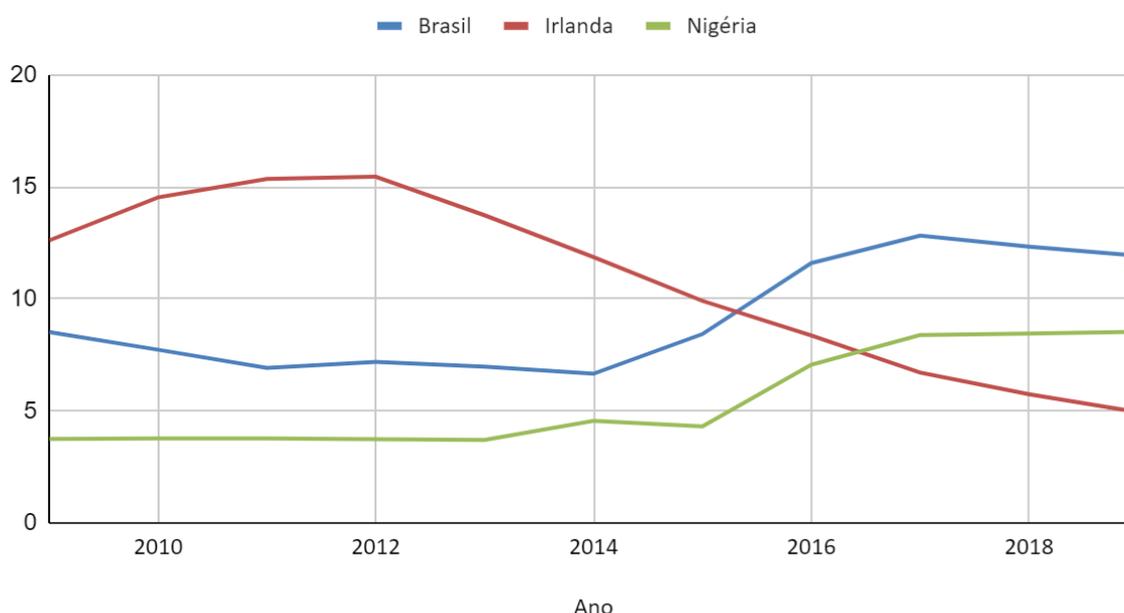
³¹ TAYLOR, Cliff. Ireland faces major disruption if Trump delivers on economic policies. Irish Times. 11 Novembro de 2016. Disponível em: <<https://www.irishtimes.com/business/economy/ireland-faces-major-disruption-if-trump-delivers-on-economic-policies-1.2863096>>. Acesso em 08 de novembro de 2022.

³² Exemplo do grupo terrorista Boko Haram, durante o governo de Goodluck Jonathan, que matou 12.000 nigerianos em 2014. Fonte: Premium Times Times Nigéria. Boko Haram has killed over 12,000 Nigerians, plans to take over country, Jonathan says, Disponível em: <<https://www.premiumtimesng.com/news/160942-boko-haram-killed-12000-nigerians-plans-take-count-ry-jonathan-says.html>>. Acesso em 01 de Novembro de 2022.

³³ Aumento de gastos governamentais e, não obrigatoriamente, redução da carga tributária

(HOST; CVEčlíc; ZANINOVIć, 2012). Houve um aumento no índice de desemprego de 2009 a 2012 na Irlanda, que foi diminuindo nos anos seguintes. Em contrapartida com Brasil e Nigéria, que aumentaram seu indicador após 2015. O gráfico abaixo demonstra, principalmente, a Grande Recessão afetando primeiramente as nações desenvolvidas e, em seguida, os Estados em desenvolvimento:

Figura 8 - Taxa de Desemprego (em % da PEA)

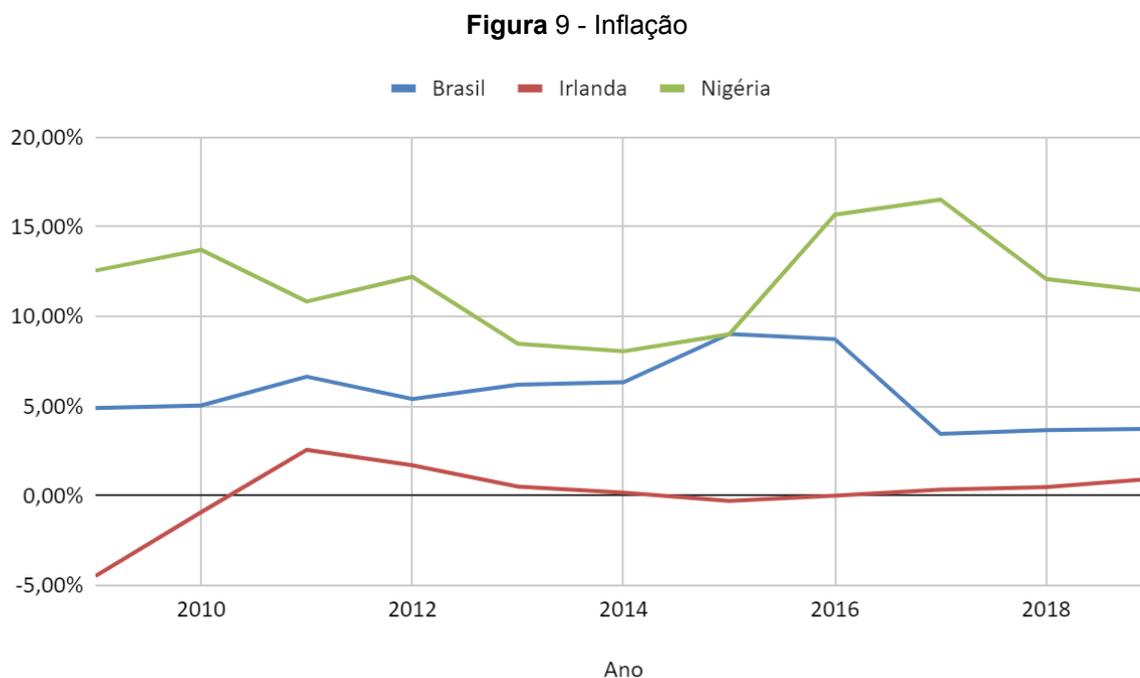


Fonte: Elaboração própria com dados do World Bank (2022) e Macro Trends (2022).

Tal como a taxa de desemprego, a Fitch Ratings é a única que colocou que a inflação — isto é, o índice foi citado explicitamente — na sua classificação. Outro “indicador atrasado”, a inflação também confirma tendências de mercado: tanto Nigéria quanto Brasil tiveram um aumento deste indicador após 2014, quando houve piora de cenário. A inflação da Irlanda, por outro lado, possui uma particularidade perante outros países após a Crise Financeira de 2007-2008, visto que manteve sua inflação abaixo de 5% durante a década estudada. Devido a baixos gastos governamentais, o governo Irlandês conseguiu manter este indicador controlado³⁴ —

³⁴ Elkhoury (2008) aponta que, embora falta informação precisa sobre os impactos das notas sobre a macroeconomia, que políticas ortodoxas que visam reduzir a inflação e diminuir os gastos orçamentários são favorecidas pelas agências de classificação de risco.

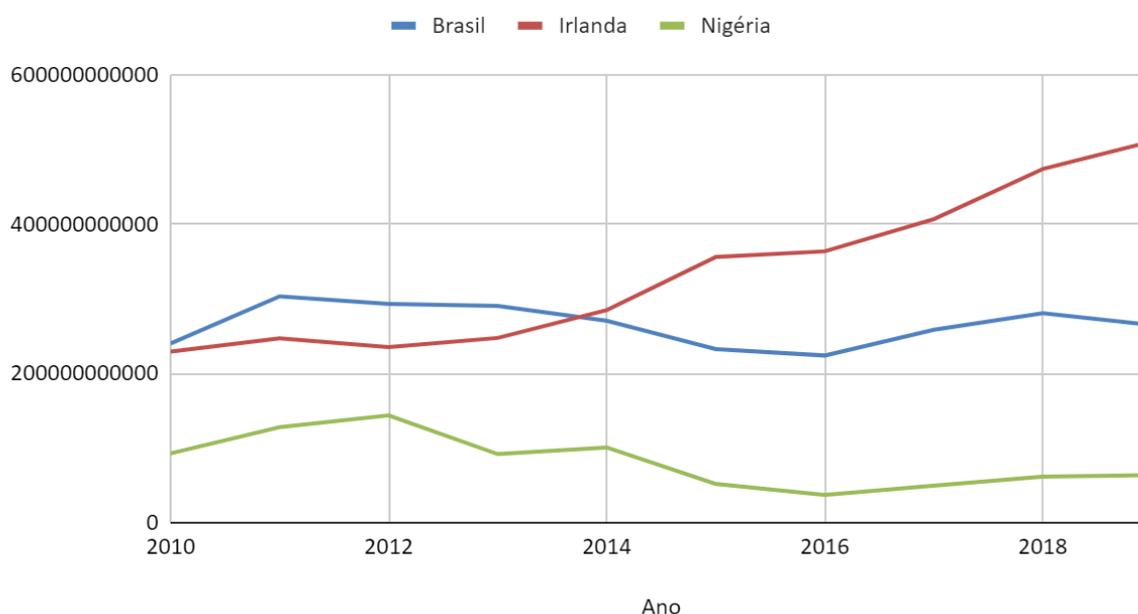
em 2010, possuía 64,9% de gastos governamentais em porcentagem ao PIB, enquanto 2015 possuía 29,1%³⁵. A seguir, o gráfico da inflação:



Fonte: Elaboração própria com dados de Macro Trends (2022).

A exportação de bens e serviços contribui para o crescimento econômico de uma nação, porém, visto a deterioração dos termos de troca, as nações com produtos pouco industrializados tendem a ter dificuldades em sua balança comercial, uma vez que os produtos industrializados perdem menos valor que commodities. A base de exportações de bens e serviços dos três países estudados possuem diferenças significativas. Em 2019, a Nigéria exporta, no seu total, 71,8% de petróleo bruto; embora o Brasil também exporta petróleo, sua maior exportação é de soja, cerca 11,5% das exportações totais; Irlanda possui a base exportadora mais focada em químicos e produtos químicos (OEC). Brasil e Nigéria, por similaridades de serem países emergentes, possuem tendências macroeconômicas parecidas e as exportações também acompanham a queda da nota após 2014. A Irlanda teve quedas pouco significativas em sua exportação de bens e serviços, mesmo com a queda da nota — em suma, o país europeu manteve sua exportação em ascensão, mesmo com a queda da nota.

³⁵ TRADING ECONOMICS. Irlanda - Gastos do governo em relação ao PIB. Disponível em: <<https://pt.tradingeconomics.com/calendar>> . Acesso em: 08 dez. 2022.

Figura 10 - Exportação de bens e serviços

Fonte: Elaborado pela autora com dados do World Bank (2022)

4.3 Políticas domésticas

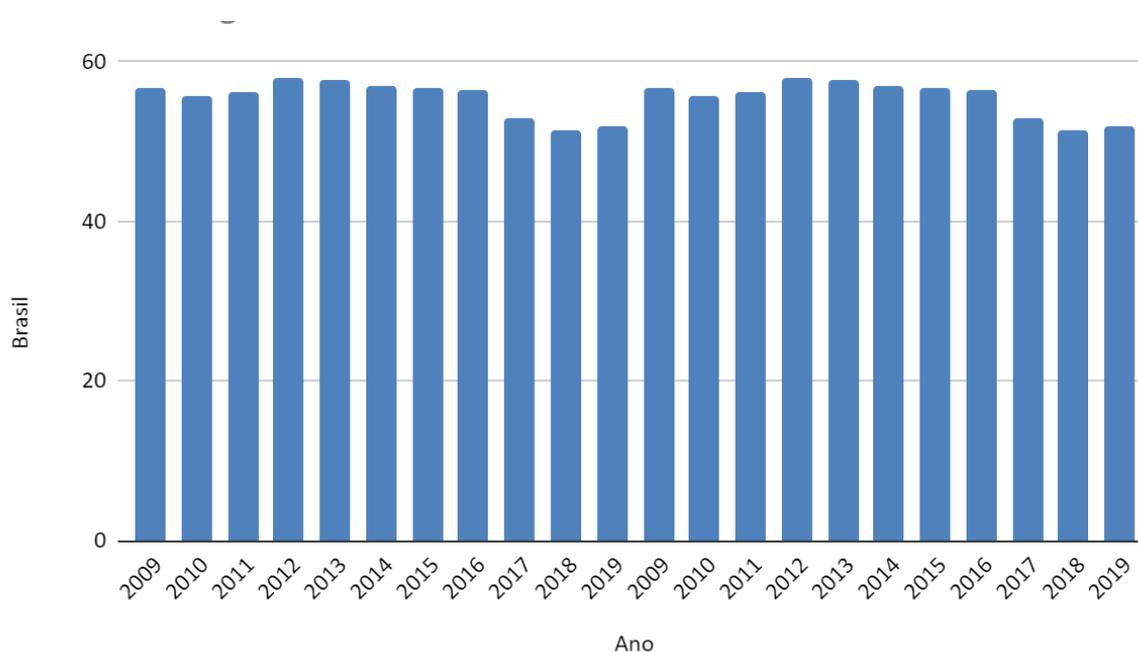
Para avaliar a política doméstica das três nações é usado o índice de liberdade econômica, criado em 1995 pelo Heritage Foundation e Wall Street Journal. Possui cinco categorias: livre (100-80), majoritariamente livre (79,9-70), moderadamente livre(69,9-60), majoritariamente não-livre (59,9-50), reprimido (49,9-0) e não ranqueado. Usa como base para seu cálculo o estado de direito, tamanho do governo, eficiência regulatória e mercados abertos. Possui também as subcategorias de direitos de propriedade; integridade de governo; eficiência judicial; gastos do governo; carga tributária; saúde fiscal; liberdade comercial; liberdade de trabalho; liberdade monetária; liberdade de comércio exterior; liberdade de investimento; liberdade financeira.

A razão para usar um índice que avalia o liberalismo do mercado é que, de acordo com Paudyn (2013), as notas de risco das ACRs estão alinhadas com o ideal do neoliberalismo. A questão deste capítulo é questionar se a política doméstica liberal possui alguma correlação com as mudanças de notas³⁶.

³⁶ Neste trabalho, usa-se o índice de liberalismo econômico por causa da similaridade ideológica com as agências de classificação de risco. Há diversas críticas quanto a este índice, visto que apenas qualifica se uma nação é um “paraíso fiscal” (lugares para fácil aplicação de capital) e não leva em consideração a qualidade do bem-estar social de uma população.

A República Federativa do Brasil possuiu quatro presidentes ao longo de 2009 a 2019: Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2011), Dilma Rousseff (2011-2016), Michel Temer (2016-2019) e Jair Bolsonaro (2019-2022). Os dois primeiros pertencem ao Partido dos Trabalhadores (social democrático com políticas keynesianas e nacional desenvolvimentistas³⁷); Temer era filiado ao Movimento Democrático Brasileiro (centro, com características de “esquerda” e “centro-direita”³⁸); Bolsonaro, quando foi eleito, era do Partido Social Liberal (autoritarismo de direita³⁹). Embora houvesse pluralidade de políticas aplicadas durante os dez anos estudados, o índice de liberdade econômica se manteve como “majoritariamente não-livre”. Ao contrário do esperado, o período com maiores notas — tanto pelas agências de classificação de risco quanto o Heritage Foundation — foi durante o segundo governo Lula e primeiro governo Dilma, ambos desfocados dos ideais liberais.

Figura 11 - Índice Heritage Foundation - Brasil



Fonte: Gráfico feito pela autora, dados foram retirados do Index of Economic Freedom (2022).

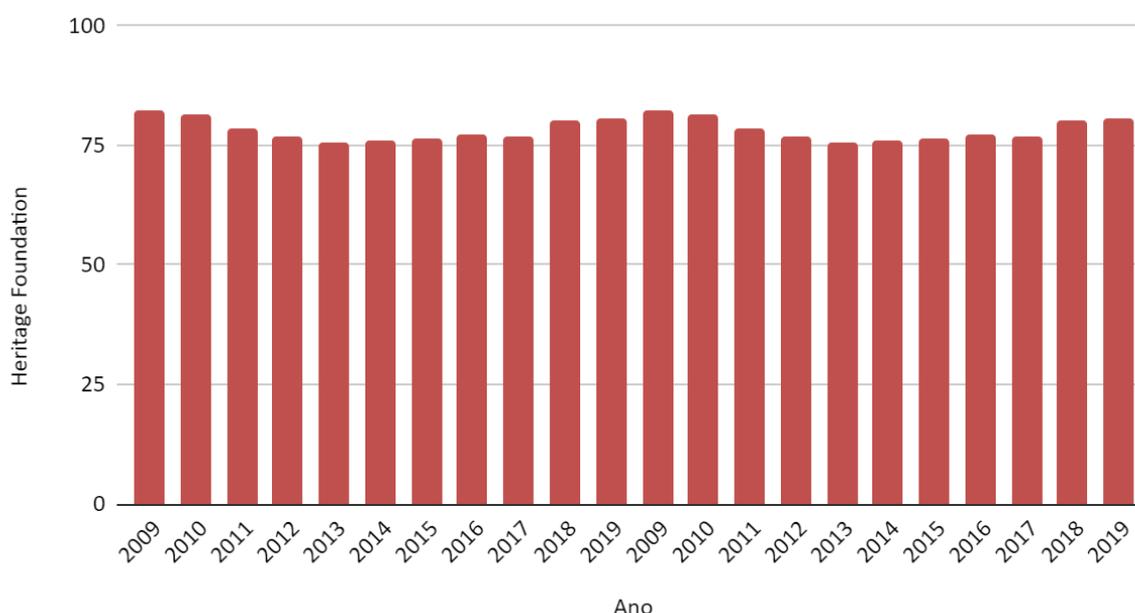
³⁷ ERBER (2011)

³⁸ “Com apenas três programas partidários próprios lançados nos últimos sete ciclos eleitorais, o MDB demonstra também uma grande disparidade de políticas entre o primeiro programa analisado, claramente de esquerda, e os dois últimos, de direita e centro-direita” (MENDES, 2020)

³⁹ “(...)o estatuto do PSL (2011) o define como um partido social liberalista, forte defensor dos direitos humanos e das liberdades civis (...)” e “(...)há um manifesto expresso no site do partido que defende o posicionamento conservador como pilar programático (...)” (REISMAN, 2021)

A República da Irlanda teve dois presidentes durante a época analisada: Mary McAleese (1997-2011) e Michael Higgins (2011-presente). Enquanto McAleese já foi parte do “Progressive Democrats” e alinhada a Fianna Fáil (ambos com alinhamento político de conservadorismo liberal) para depois se candidatar em 2004 sem partido, Higgins foi parte do “Labour Party” (social democrático, centro esquerda) e depois se candidatou apartidário em 2018. Com variação de “livre” e “majoritariamente livre”, atualmente (2022) é a terceira economia mais livre do mundo. A economia foi grandemente afetada pela crise financeira, do apelido de “Tigre Celta” a parte do PIIGS, sendo necessário empréstimo do Fundo Monetário Internacional em 2010⁴⁰. Apesar da diferença política, devido ao alto teor liberal de ambos presidentes, as classificações soberanas aumentaram a nota conforme a estabilidade do governo da Irlanda foi sendo conquistada.

Figura 12 - Índice Heritage Foundation - Irlanda



Fonte: Gráfico feito pela autora, dados foram retirados do Index of Economic Freedom (2022).

A República Federal da Nigéria possuiu três presidentes durante o período estudado: Alhaji Umaru Musa Yar'Adua (2007-2010), Dr. Goodluck Jonathan (2010-2015) e Muhammadu Buhari (2015-presente). Os dois primeiros pertenciam ao "People 's Democratic Party" (centro-esquerda) e o último, "All Progressive

⁴⁰ Ireland: From Tiger to Phoenix. International Monetary Fund. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Countries/IRL/ireland-from-tiger-to-phoenix>>. Acesso em 01 de Novembro de 2022

Congress” (centro-direita). Embora declarem diferentes posições partidárias, Husaini (2020) considera ambos de centro-direita com características populistas e liberais. Similar ao Brasil, a Nigéria também se manteve como “majoritariamente não-livre” durante os dez anos analisados. Apesar de graves problemas internos⁴¹, foi a nação mais estável dentre as três estudadas. Tanto em caráter da nota das agências quanto do Heritage Foundation:

Figura 13 - Índice Heritage Foundation - Nigéria



Fonte: Gráfico feito pela autora, dados foram retirados do Index of Economic Freedom (2022).

⁴¹O embaixador Layiwola Laseinde cita exemplos dos problemas de segurança da nação: “o terrorismo, o extremismo violento e banditismo armado, o rapto, a militância, as agitações, os conflitos pastoris e agrícolas, o crime organizado transnacional, a pirataria, o roubo marítimo, o cibercrime, as ameaças sociopolíticas”.

5 CONCLUSÃO

Neste capítulo, revisa-se as teorias analisadas ao decorrer do trabalho e, por fim, analisa-se as possíveis consequências das mudanças de notas de risco de crédito.

O papel das agências de classificação de risco no sistema financeiro internacional ampliou-se comparado ao século XVII e aumentou significativamente após o Acordo de Basileia II. O mercado desregulado neoliberal e a alta mobilidade de capital faz com que os investidores necessitem de informações sobre credibilidade de investimentos. Embora afirmem que a avaliação de risco de crédito é uma opinião e não um fato a ser seguido, suas notas possuem credibilidade aos investidores. Porém — com a crise de 2007/2008 — questionou-se o poderio e a influência destas empresas nas questões socioeconômicas das nações.

Usando a teoria de Robert Nye (2011), a teoria de Tabuleiro Tridimensional de Xadrez, as empresas de classificação de risco são atores do “terceiro patamar”, que possuem poder brando com pouca restrição dos Estados. Visto que as três grandes empresas— Standard & Poor’s, Moody’s Corporation e Fitch’s Ratings — são dos Estados Unidos, elas propagam o ideal da nação neoliberal a atores dos demais patamares, influenciando-os a buscarem notas mais altas como forma de atrair investimentos.

Com base nas informações obtidas no trabalho e de outras fontes, são feitas as seguintes observações, que serão discorridas abaixo: países desenvolvidos tendem a ter mais notas de risco; o impacto macroeconômico das notas de crédito de risco são mais benéficas a Estados desenvolvidos; países com estruturas neoliberais, mais próximos de “paraísos fiscais”, são bem mais avaliados, porém são mais propensos às crises; a influência macroeconômica das notas de risco pode ter correlação com o quão tecnológico é os itens da exportação da nação.

As ACR’s buscam diminuir assimetria de informação no sistema financeiro internacional, entretanto há uma discrepância entre a quantidade de avaliações nos países estudados. Durante 2009 a 2019, a Irlanda teve 44 avaliações de risco-país, enquanto o Brasil teve 36 e a Nigéria, 24. Há, portanto, maior interesse aparente das empresas nos países desenvolvidos.

Em tese, as notas das ACR’s deveriam afetar majoritariamente os títulos de renda fixa. Porém, a macroeconomia, a flexibilidade fiscal e os empréstimos bancários são áreas aparentemente afetadas pelas notas de classificação de risco.

Exemplos são o estudo da OCDE (que colocou que a os fluxos de capitais em países emergentes pioram mais em perspectivas negativas do que melhoram em positivas) e pela melhora macroeconômica da Irlanda com o aumento de nota (no ano de 2015, um ano após a primeira nota de grau de investimento melhorou os todos índices macroeconômicos estudados — produto interno bruto, dívida governamental, investimento direto externo, inflação e exportação).

De uma forma para melhorar as notas soberanas, a nação precisa adotar políticas ortodoxas e neoliberais que valorizam o mercado e, logo, consigam uma boa avaliação de honrar pagamentos. Entretanto, tais ações podem fragilizar o Estado e, ao lidar com uma crise do mercado, gera consequências para a sociedade como um todo (KOTIOS; GALANOS; ROUKANAS, 2012). A consequência de uma economia liberal, como é observado neste estudo da Irlanda, é que as crises podem ser mais agravadas. Por outro lado, podem atrair mais investimento quando estáveis. Há um favoritismo da estrutura liberal pelas agências de classificação de risco. Já observado por Ywata (2012), há um alinhamento dessas empresas à ortodoxia liberal e, com a teoria de Nye (2011), observa-se que as empresas reproduzem a mesma ideologia da nação hegemônica. Como visto no Índice de Liberdade Econômica do Heritage Foundation, há mais do que estado mínimo e redução de inflação: para uma nação ser considerada liberal, é necessário que as três esferas do poder possuam a cultura do neoliberalismo. Exemplos disso podem ser observados nas subcategorias do índice, alguns exemplos da página eletrônica do Heritage incluem: liberdade do trabalho, isto é, menor restrição à empregadores nos contratos (Legislativo); gastos do governo (Executivo); eficiência judicial (Judiciário). Com as três nações observadas, apenas a Irlanda possui a cultura e governo liberal e é o único país analisado com melhoria de cenário macroeconômico e de notas de risco – com exceção do período de 2009 a 2015, o qual o Estado europeu se recuperava da crise de 2007. Tanto Brasil quanto Nigéria não obtiveram resultados positivos em suas notas de risco com governos liberais, no período observado no pós-crise de 2007 e 2008. Ambas nações mantiveram classificação de “majoritariamente não-livre”, sendo que o Brasil teve melhor desempenho com ciclos econômicos favoráveis a commodities, durante seu governo nacional-desenvolvimentista keynesiano, e Nigéria teve uma lenta e gradual queda do período estudado, com a permanência da ideologia centro-direita no poder.

Para Prebisch (2000), os commodities possuem ciclos econômicos de demanda, o que não ocorre com produtos industrializados, que se mantêm mais estáveis. Devido a sua base de exportação de bens e serviços conter majoritariamente petróleo, a Nigéria pôde se manter mais estável, com queda gradual, embora tenha sofrido de graves problemas estruturais (a exemplo da inflação na Figura 9) e de segurança. Um dos motivos para a Irlanda ter sido pouco classificada como investimento especulativo é que o euro traz mais estabilidade a notas de classificação de risco, podendo aumentar até 1,5 notações de acordo com estudo da Comissão Europeia (2021). O Brasil, por outro lado, como notado na Figura 5, tem uma maior instabilidade de ciclo econômico, por ter uma base de exportação mais focada em commodities e produtos agropecuários.

Considerando a limitação deste estudo, as agências de classificação de risco aparentam afetar macroeconomicamente, em certo grau, as nações estudadas — Brasil, Irlanda e Nigéria — durante o período de 2009 a 2019. No entanto, as empresas influenciaram as nações de formas diferentes: a Irlanda, devido a altas notas e estrutura socioeconômica neoliberal, conseguiu atrair investimento direto externo mesmo com a nota de crédito de risco mais baixa, além de possuir melhoras nos outros indicadores macroeconômicos. Em contrapartida dos países em desenvolvimento estudados (Brasil e Nigéria) que não se beneficiam tanto das ACR's, especialmente com as classificações de grau especulativo e têm maiores dificuldades de crescimento após a queda das notas.

6 REFERÊNCIAS

ALENCAR, Fernando; NUNES, Lucas. Susan Strange: poder estrutural e hierarquia monetária, uma breve discussão. *Revista de Geopolítica*, v. 9, nº 1, p. 125 - 142, jan./jun. 2018.

LARRAÍN, Guillermo; REISEN, Helmut; VON MALTZAN, Julia. **EMERGING MARKET RISK AND SOVEREIGN CREDIT RATINGS**. Ocde/Gd(97)43: Ocde, 1997. 28 p.

AUSTIN, Janet. The Power and Influence of IOSCO in Formulating and Enforcing Securities Regulation. *Asper Review of International Business and Trade Law* (Forthcoming). Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2717521>. Acesso em 12 de setembro de 2022

BANCO MUNDIAL. World Development Indicators Database. GDP (current US\$). World Bank. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>>. Acesso em: 17 Ago. 2021.

BANCO MUNDIAL. World Development Indicators Database. Exports of goods and services (current US\$). World Bank. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.CD>>. Acesso em: 17 Ago. 2021.

BCBS. International convergence of capital measurement and capital standards. Basle: Basel Committee on Banking Supervision. 1988.

BRAGA, Henrique de Assunção. O papel das agências de classificação de risco: uma análise crítica. 2008. 62 f. TCC (Graduação) - Curso de Ciências Econômicas, Unicamp, Campinas, 2008.

COHEN, Benjamin J. "The Transatlantic Divide: Why Are American and British IPE so Different?" *Review of International Political Economy*, vol. 14, no. 2, 2007, pp. 197–219. *JSTOR*, <http://www.jstor.org/stable/25261908>. Acesso em 5 Oct. 2022.

CORRÊA, Esther Marques da Silva; MÉRCHER, Leonardo. **Investimento direto estrangeiro: teoria e consequência da atratividade de investimentos estrangeiros no Brasil**. 2018. 10 f. TCC (Graduação) - Curso de Relações Internacionais, Uninter, Curitiba, 2018. Disponível em: <https://repositorio.uninter.com/bitstream/handle/1/283/ESTHER%20MARQUES%20DA%20SILVA%20CORR%C3%8AA.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 10 set. 2022couth

Definições de Ratings da S&P Global Ratings. S&P Global Ratings, 2021.

Department of Justice Sues Standard & Poor's for Fraud in Rating Mortgage-Backed Securities in the Years Leading Up to the Financial Crisis. Department of Justice, Office of Public Affairs. Fevereiro, 2013. Disponível em: <<https://www.justice.gov/opa/pr/department-justice-sues-standard-poor-s-fraud-rating-mortgage-backed-securities-years-leading>>. Acesso em 12 de setembro de 2022

ELKHOURY, Marwan. Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries. UNCTAD Discussion Papers, n. 186, Jan. 2008.

EPSTEIN, G. Financialization: there's something happening here. Amherst, MA: PERI, 2015. Working Paper, n. 394. Disponível em: <<https://peri.umass.edu/publication/item/684-financialization-there-s-something-happening-here>>. Acesso em 12 de setembro de 2022

ERBER, Fabio S.. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. Revista de Economia Política, [S.L.], v. 31, n. 1, p. 31-55, mar. 2011. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s0101-31572011000100002>.

ESMA PUBLISHES 2019 CRA MARKET SHARE CALCULATION IN THE EU. ESMA, Europa, Novembro 2019. Disponível em: <<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-2019-cra-market-share-calculation-in-eu>> Acesso em 18 de setembro de 2022.

History. Fitch Group. Acesso em: <<https://www.fitch.group/history>>. Acesso em 10 de março de 2021

HOST, Alen; CVEČLIĆ, Igor; ZANINOVIĆ, Vinko. CREDIT RATING AGENCIES AND THEIR IMPACT ON SPREADING THE FINANCIAL CRISIS ON THE EUROZONE. Dubrovnik: (S.I.), 2012. 23 p.

HORNUNG, Dietmar. MARTY, Daniel. Sovereign Ratings Methodology. Moody's Investor Service. Relatório 1158631. Novembro, 2019

HUSAINI, Sa'eed A.. **Beyond Stomach Infrastructure**: party membership and political ideology in nigeria's fourth republic. 2020. 313 f. Tese (Doutorado) - Curso de Filosofia, Oxford Department Of International Development, Universidade de Oxford, Inglaterra, 2020. Disponível em: <https://ora.ox.ac.uk/catalog/uuid:e2895cbf-3617-4ffd-8405-f99d2f28b57e/download_file?file_format=application%2Fpdf&safe_filename=Husaini%2B%282019%29%2BPolitical%2Bideology%2Bin%2BNigeria%27s%2BFourth%2BRepublic_Thesis.pdf.>> Acesso em: 01 nov. 2022.

IBGE (org.). Produto Interno Bruto - PIB. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>. Acesso em: 10 set. 2022.

Karla Vanessa B. S. Leite & Marcos Reis, 2013. "O Acordo de Capitais de Basiléia III: Mais do Mesmo?," Economia, ANPEC - Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics], vol. 14(1a), pages 159-187.

KENTON, Will. Notching Definition. Investopedia. Julho, 2022. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/n/notching.asp>>. Acesso em 12 de setembro de 2022

KOTIOS, Aggelos; GALANOS, George; ROUKANAS, Spyros. THE RATING AGENCIES IN THE INTERNATIONAL POLITICAL ECONOMY. **Economic Sciences**, Piraeus, v. 11, n. 1, p. 3-15, 2012.

Larraín, G., H. Reisen e J. von Maltzan (1997), "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings", OECD Development Centre Working Papers, No. 124, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/004352173554>.

LASEINDE, Layiwola. DESENVOLVIMENTO DE ESTRATÉGIA DE SEGURANÇA NACIONAL: estudo de caso de nigeriá, 2020.

LASTA, T. T. Metodologia e Técnicas de Pesquisa em Economia. Indaial: UNIASSELVI, 2018.

MACROTRENDS. Brazil Inflation Rate 1981-2022. Disponível em: <<https://www.macrotrends.net/countries/BRA/brazil/inflation-rate-cpi>>. Acesso em: 08 dec. 2022

MACROTRENDS. Ireland Inflation Rate 1960-2022. Disponível em: <<https://www.macrotrends.net/countries/IRL/ireland/inflation-rate-cpi>>. Acesso em: 08 dec. 2022

MACROTRENDS. Nigeria Inflation Rate 1960-2022. Disponível em: <<https://www.macrotrends.net/countries/NGA/nigeria/inflation-rate-cpi>>. Acesso em: 08 dec. 2022

MACROTRENDS. World Foreign Direct Investment 1970-2022. Disponível em: <<https://www.macrotrends.net/countries/WLD/world/foreign-direct-investment>>. Acesso em: 08 dec. 2022

MARCOS, Jadna Sônia. AGÊNCIA DE RATING, SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL E O CASO DO RISCO SOBERANO DO BRASIL DE 2002 A 2013. 2014. 113 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Relações Internacionais, Ufsc, Florianópolis, 2014.

MARIUTTI, E. Política internacional, relações internacionais e economia política internacional: possibilidades de diálogo. Texto para Discussão, Campinas, n. 218, abr. 2013.

MARTINELLI, Caio Barbosa. O Jogo Tridimensional: o hard power, o soft power e a interdependência complexa, segundo Joseph Nye. **Conjuntura Global**, [S.L.], v. 5, n. 1, p. 65-80, 25 jun. 2016. Universidade Federal do Paraná. <http://dx.doi.org/10.5380/cg.v5i1.47424>.

MENDES, Gabriel; GRAÇA, Luís Felipe Guedes da. A diferenciação ideológica na política externa partidária eleitoral: psdb, pt e mdb (1994-2018). **Revista Brasileira de**

Ciência Política, [S.L.], n. 31, p. 83-122, jan. 2020. FapUNIFESP (SciELO).
<http://dx.doi.org/10.1590/0103-335220203103>.

MURPHY, Chris B.. **Fixed Income Security Definition**: types and real world example. Types and Real World Example. 2020. Disponível em:
<https://www.investopedia.com/terms/f/fixed-incomesecurity.asp>. Acesso em: 06 dez. 2022.

NYE, Joseph S. *Paradoxo do Poder Americano*. São Paulo: Editora UNESP, 2002.

NYE JUNIOR, Joseph Samuel. *Soft Power: the means to success in world politics*. Nova Iorque: Publicaffairs, 2005.

NYE, Joseph S. *Future of Power*, New York: Public Affairs, 2011c.

OECD. The Observatory of Economic Complexity. Tree Map. Disponível em:
 <https://oec.world/en/visualize/tree_map/hs92/export/bra/all/show/2019/>. Acesso em 08 de nov 2022

PAUDYN, Bartholomew. Credit ratings and sovereign debt: the political economy of
[php?codigo=30593](http://www.bancomundial.org/pt/publications/credit-ratings-and-sovereign-debt-the-political-economy-of)> Acesso em: 05 mai 2021.

PREBISCH, R. (1949). O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais. In: BIELSCHOWSKY, R. (Org.) *Cinquenta anos de pensamento na Cepal*. Rio de Janeiro: Record, Vol.1, 2000

REISMAN, L. *Neuropolítica nas eleições de 2018: O PSL e o voto afetivo*. Caderno Virtual, [S. l.], v. 3, n. 52, 2021. Disponível em:
<https://www.portaldeperiodicos.idp.edu.br/cadernovirtual/article/view/6132>. Acesso em: 01 nov. 2022.

ROSENAU, James N.; CZEMPIEL, Ernst-Otto (Org.). *Governança sem governo: ordem e transformação na política mundial*. Trad. Sérgio Bath. Brasília: Universidade de Brasília, 2000.

SILVA, Lilian Fabiana da; CAMPOS, Christiani de Paiva; MANOLESCU, Friedhilde M. K.. **INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO NO BRASIL**. *Revista Univap*, São José dos Campos, v. 13, n. 24, p. 1269-1272, out. 2006.

Sovereign Rating Criteria. Fitch Ratings. Julho, 2022. Disponível em:
 <<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/sovereign-rating-criteria-11-07-2022>>. Acesso em 12 de março de 2021

TRADING ECONOMICS. *Brasil - Dívida Externa*. Disponível em:
 <<https://pt.tradingeconomics.com/brazil/external-debt>> . Acesso em: 08 dez. 2022.

TRADING ECONOMICS. *Irlanda - Dívida Externa*. Disponível em:
 <<https://pt.tradingeconomics.com/ireland/external-debt>> . Acesso em: 08 dez. 2022

TRADING ECONOMICS. Nigéria - Dívida Externa. Disponível em:
<<https://pt.tradingeconomics.com/nigeria/external-debt>> . Acesso em: 08 dez. 2022

YWATA, Ricardo K. Ordem Mundial e Agências de Rating: o Brasil e as agências na era global (1996-2010). São Paulo: Editora Senac, 2012.

ZAIDI, Deena. The Indisputable Role of Credit Ratings Agencies in the 2008 Collapse, and Why Nothing Has Changed. Truthout, 2016. Disponível em:
<<https://truthout.org/articles/the-indisputable-role-of-credit-ratings-agencies-in-the-2008-collapse-and-why-nothing-has-changed/>>. Acesso em: 10/3/2021

ANEXO A - TABELA DE COMPARAÇÃO DE NOTAS

Escala	Moody's	Fitch	S&P
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: Marcos (2014)

ANEXO B - TABELA COM NOTAS DE RISCO (BRASIL)

Data	Agência	Ratin g	Panorama de perspectiva
06/jul/09	Moody's	Ba1	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para positiva
22/set/09	Moody's	Baa3	Elevação da nota e manutenção da perspectiva positiva
30/jun/10	Fitch	BBB-	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para positiva
04/abr/11	Fitch	BBB	Elevação da nota e revisão da perspectiva para estável
25/ago/11	S&P	-	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para positiva
17/nov/11	S&P	BBB	Elevação da nota e revisão da perspectiva para estável
21/nov/12	Moody's	Baa2	Elevação da nota e revisão da perspectiva para estável
18/dez/12	S&P	BBB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva estável
06/jun/13	S&P	BBB	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
24/mar/14	S&P	BBB-	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para estável
09/set/14	Moody's	Baa2	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
09/abr/15	Fitch	BBB	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
28/jul/15	S&P	BBB-	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
11/ago/15	Moody's	Baa3	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para estável

09/set/15	S&P	BB+	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
15/out/15	Fitch	BBB-	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
16/dez/15	Fitch	BB+	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
17/fev/16	S&P	BB	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
24/fev/16	Moody's	Ba2	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para negativa
05/mai/16	Fitch	BB	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
10/nov/16	Fitch	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
09/fev/17	S&P	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
15/mar/17	Moody's	Ba2	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para estável
18/mai/17	Fitch	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
22/mai/17	S&P	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
26/mai/17	Moody's	Ba2	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
10/nov/17	Fitch	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
11/jan/18	S&P	BB-	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para estável
23/fev/18	Fitch	BB-	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para estável
09/abr/18	Moody's	Ba2	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para estável

01/ago/18	Fitch	BB-	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para estável
09/ago/18	S&P	BB-	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva estável
07/fev/19	S&P	BB-	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva estável
21/mai/19	Fitch	BB-	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva estável
14/nov/19	Fitch	BB-	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva estável
11/dez/19	S&P	BB-	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para positiva

Fonte: Histórico da Classificação para a Dívida de Longo Prazo, Tesouro Nacional. Disponível em: <<https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2810:2>>. Acesso em: 21 de Setembro de 2022.

ANEXO C - TABELA COM NOTAS DE RISCO (IRLANDA)

Data	Agência	Rating	Panorama de perspectiva
2009	Fitch	AA	Perspectiva estável
2009	Moody's	Aa1	Perspectiva negativa
2009	S&P	AA	Perspectiva negativa
2009	Moody's	Aaa	Perspectiva negativa (possível redução)
2009	Fitch	AA+	Perspectiva negativa
2009	S&P	AA+	Perspectiva negativa
2009	Fitch	AAA	Perspectiva negativa (possível redução)
2009	Moody's	Aaa	Perspectiva negativa
2009	S&P	AAA	Perspectiva negativa
2010	Moody's	Baa1	Perspectiva negativa
2010	Fitch	BBB+	Perspectiva estável
2010	S&P	A	Perspectiva negativa (possível redução)
2010	Fitch	A+	Perspectiva negativa
2010	Moody's	Aa2	Perspectiva negativa (possível redução)
2010	S&P	AA-	Perspectiva negativa
2010	Moody's	Aa2	Perspectiva estável
2011	Fitch	BBB+	Perspectiva negativa (possível redução)
2011	S&P	BBB+	Perspectiva negativa (possível redução)
2011	Moody's	Ba1	Perspectiva negativa
2011	Moody's	Baa3	Perspectiva negativa
2011	Fitch	BBB+	Perspectiva negativa
2011	Fitch	BBB+	Perspectiva negativa (possível redução)
2011	S&P	BBB+	Perspectiva estável
2011	S&P	A-	Perspectiva negativa (possível redução)
2012	Fitch	BBB+	Perspectiva estável

2012	S&P	BBB+	Perspectiva negativa
2013	Moody's	Ba1	Perspectiva estável
2013	S&P	BBB+	Perspectiva positiva
2013	Moody's	Ba1	Perspectiva negativa
2013	S&P	BBB+	Perspectiva estável
2014	S&P	A	Perspectiva estável
2014	Fitch	A-	Perspectiva estável
2014	Fitch	A-	Perspectiva estável
2014	S&P	A-	Perspectiva positiva
2014	Moody's	Baa1	Perspectiva estável
2014	Moody's	Baa3	Perspectiva positiva
2015	Moody's	Baa1	Perspectiva positiva
2015	Fitch	A-	Perspectiva positiva
2015	S&P	A+	Perspectiva estável
2016	Moody's	A3	Perspectiva positiva
2016	Fitch	A	Perspectiva estável
2017	Fitch	A+	Perspectiva estável
2017	Moody's	A2	Perspectiva estável
2019	S&P	AA-	Perspectiva estável

Fonte: Ireland - Credit Rating Trading Economics (2022). Disponível em: <<https://tradingeconomics.com/ireland/rating>>. Acesso em 26 de Setembro de 2022

ANEXO D - TABELA COM NOTAS DE RISCO (NIGÉRIA)

Data	Agência	Rating	Panorama de perspectiva
2009	S&P	B+	Perspectiva positiva
2009	S&P	BB-	Perspectiva negativa
2010	Fitch	BB-	Perspectiva negativa
2011	S&P	B+	Perspectiva positiva
2011	Fitch	BB-	Perspectiva positiva
2011	Fitch	BB-	Perspectiva positiva
2012	Moody's	Ba3	Perspectiva positiva
2012	S&P	BB-	Perspectiva positiva
2014	S&P	BB-	Perspectiva negativa
2014	S&P	BB-	Perspectiva negativa (possível redução)
2015	Fitch	BB-	Perspectiva negativa
2015	S&P	B+	Perspectiva positiva
2015	S&P	BB-	Perspectiva negativa (possível redução)
2016	S&P	B	Perspectiva estável
2016	Fitch	B+	Perspectiva estável
2016	Moody's	B1	Perspectiva positiva
2016	S&P	B+	Perspectiva negativa
2016	Moody's	Ba3	Perspectiva negativa (possível redução)
2017	Moody's	B2	Perspectiva estável
2017	Fitch	B+	Perspectiva negativa
2018	Fitch	B+	Perspectiva estável
2019	Fitch	B+	Perspectiva negativa
2019	Fitch	B+	Perspectiva negativa
2019	Moody's	B2	Perspectiva negativa

Fonte: Nigeria - Credit Rating Trading Economics (2022). Disponível em: <<https://tradingeconomics.com/nigeria/rating>>. Acesso em: 27 de Setembro de 2022.