

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

INVESTMENT GRADE: O COMPROMISSO DO BRASIL EM RELAÇÃO AOS
SEUS PRINCIPAIS DETERMINANTES E SUA ATUAL CHANCE DE ALCANÇAR
ESTA CLASSIFICAÇÃO

Andre Faria de Azevedo
Nº de Matrícula: 0412862-2

Professor Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Rio de janeiro – RJ
Novembro de 2007

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

AGRADECIMENTOS

Antes de qualquer coisa, agradeço a meus pais, Ricardo e Christina, pelo incentivo, apoio e exemplo que me foram dados ao longo de toda a vida. Ao professor Márcio Gomes Pinto Garcia pelas conversas e orientação. Aos alunos e ex-alunos do mestrado de economia da PUC-Rio, que tanto me ajudaram durante a realização deste trabalho. Aos amigos, pelo convívio e amizade durante todos esses anos. E um agradecimento em especial ao professor Marcelo de Paiva Abreu, a quem muito admiro.

ÍNDICE

1.	INTRODUÇÃO	7
2.	AS AGÊNCIAS DE RISCO	8
2.1.	HISTÓRIA	8
2.2.	CLASSIFICAÇÕES DE RISCO	11
2.3.	A INFLUÊNCIA DAS AGÊNCIAS DE RISCO (ESTUDO DE CASO)	14
3.	VARIÁVEIS DE INFLUÊNCIA	16
3.1.	COMPORTAMENTO NOS ÚLTIMOS ANOS	20
3.1.1.	PIB PER CAPITA	20
3.1.2.	INFLAÇÃO	24
3.1.3.	RAZÃO DÍVIDA PÚBLICA/PIB	28
3.1.4.	RESERVAS INTERNACIONAIS	32
4.	METODOLOGIA	35
5.	BASE DE DADOS	38
6.	ESTIMATIVAS	39
6.1.	INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS	39
6.2.	ANÁLISE DAS PROBABILIDADES ESTIMADAS	41
6.3.	O CASO BRASILEIRO	43
7.	CONCLUSÃO	48
8.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	49

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 01: Histórico do Número de Países Avaliados pelas Duas Maiores Agências de Risco.....	15
Gráfico 02: Taxa Média de Crescimento do PIB entre 1973 e 1990.....	20
Gráfico 03: Taxa de Crescimento do PIB Real (%).....	20
Gráfico 04: Crescimento Acumulado do PIB <i>per capita</i> Real (1980=100).....	23
Gráfico 05: Peso de Cada Região na Composição do IPCA.....	24
Gráfico 06: Divisão dos Grupos que Compõem o IPCA.....	25
Gráfico 07: Evolução dos Principais Grupos que Compõem o IPCA.....	27
Gráfico 08: Evolução do Quadro Fiscal Brasileiro.....	29
Gráfico 09: Perfil da Dívida Pública Nacional.....	30
Gráfico 10: Maturidade da Dívida Pública Nacional.....	31
Gráfico 11: Reservas Internacionais.....	32
Gráfico 12: Evolução das Reservas Internacionais em Relação a Dívida Externa.....	33
Gráfico 13: Reservas Internacionais – América Latina (US\$ Bilhões).....	34

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 01: Comparação Entre as Agências de Risco.....	12
Tabela 02: Resultado das Estimacões Realizadas por Vasconcellos e Júnior (2006)....	18
Tabela 03: Investimento em Relacão ao PIB (%).....	21
Tabela 04: Expectativas de Mercado para o Crescimento do PIB Brasileiro.....	21
Tabela 05: Taxa de Crescimento do PIB <i>per capita</i>	22
Tabela 06: Necessidades de Financiamento do Setor Público (% PIB).....	28
Tabela 07: Déficit Primário do Governo Central (% PIB).....	29
Tabela 08: Dívida Líquida do Setor Público (% PIB).....	30
Tabela 09: Resultados da Regressão do Modelo <i>Probit</i>	40
Tabela 10: Evoluçã do Quadro Argentino.....	41
Tabela 11: Evoluçã do Quadro Dominicano.....	42
Tabela 12: Evoluçã do Quadro Brasileiro.....	44
Tabela 13: Países Que se Tornaram ou Deixaram de Ser <i>Investment Grade</i>	45
Tabela 14: Evoluçã dos Quadros Mexicano, Russo e Trinitino.....	46
Tabela 15: Países Que Foram Rebaixados à <i>Speculative Grade</i>	47

1. INTRODUÇÃO

O *Investment Grade*, assim como definido pelo economista Paulo Rabello de Castro no trabalho “Rumo ao *Investment Grade*” (2006), caracteriza uma “condição de baixo risco de crédito que denota adequadas garantias e reduzida vulnerabilidade a fatores de perturbação externos a uma emissão ou a um conjunto de obrigações de emissor”. Na prática, o *Investment Grade* é uma espécie de nota concedida por agências de risco especializadas em avaliar, antes de qualquer coisa, a capacidade de um país honrar com suas obrigações.

O principal benefício gerado por alcançar a classificação de *Investment Grade* é a capacidade de indicar claramente a habilidade que um determinado país tem de cumprir com suas obrigações. Em um mundo onde o financiamento de dívidas é um negócio que envolve níveis de risco consideráveis, em que episódios de *default* não são eventos muito raros, ter uma boa avaliação entre as agências de risco pode representar importante marca de qualidade, útil para reduzir a incerteza dos investidores.

Hoje em dia, apesar da existência de uma série de instituições que prestam esse tipo de serviço em todo o mundo, apenas três destas (*Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*) dispõem da credibilidade necessária para poder avaliar as condições estruturais, conjunturais e políticas de um determinado país. Desta forma, estas instituições detêm significativo poder de influência no momento em que os agentes tomam decisões.

É neste sentido que este trabalho pretende, em seus primeiros capítulos, apresentar a história e a estrutura das principais agências de risco que existem no mundo, bem como exemplificar o poder que estas exercem sobre a sociedade. Em seguida, nosso objetivo será analisar os trabalhos realizados por Feder e Uy (1984), Cantor e Packer (1996) e Vasconcellos e Júnior (2006), com o intuito de obter a melhor especificação para o modelo que seria utilizado pelas agências de risco em suas avaliações.

A partir destas especificações, o próximo passo será analisar o comportamento, nos últimos anos, das variáveis que compõem esses modelos, bem como tentar compreender o impacto de variações destas sobre a chance de os países alcançarem o tão almejado grau de investimento. Assim, será possível estimar e entender melhor a atual probabilidade de o Brasil obter a classificação de *Investment Grade* em um curto espaço de tempo.

2. AS AGÊNCIAS DE RISCO

2.1. HISTÓRIA

A atividade de classificação de risco teve início após a crise financeira de 1837, com a criação das agências de crédito mercantil. Estas avaliavam a capacidade de pagamento das operações de compra e venda realizadas pelos mercadores responsáveis pelo comércio de especiarias e manufaturas entre Estados Unidos e Europa. Desde então, a atividade vem se desenvolvendo de forma significativa, bem como se tornando uma ferramenta cada vez mais importante no mundo do comércio e das finanças.

Atualmente, apesar da existência de cerca de 100 agências de classificação de risco espalhadas por todo o mundo, apenas três (*Moody's Corporation*, *Fitch Ratings* e *Standard & Poor's*) possuem credibilidade suficiente para avaliar o nível de risco dos títulos de dívida soberana emitidos pelos países. Destas três, a *Moody's Corporation* foi a primeira empresa a iniciar as atividades, seguida pela *Fitch Ratings* e, posteriormente, pela *Standard & Poor's*.

Em 1909, após a primeira tentativa de criação de uma empresa (*Jonh Moody & Company*, 1900-1907) que pudesse fornecer informações e dados a respeito de instituições públicas e privadas, John Moody (1868-1958) cria a *Moody's Corporation*. A nova empresa, além de coletar informações referentes as demais instituições do mercado, tinha como objetivo oferecer aos investidores uma espécie de análise da qualidade destas instituições e de seus investimentos. As avaliações eram expressas através de letras, da mesma maneira como era feito pelo sistema mercantil e de classificação de crédito utilizado pelas firmas que produziam os relatórios de crédito no século XIX.

Inicialmente, a *Moody's Corporation* atuou na classificação de títulos de dívida emitidos para financiar o incessante processo de construção da malha ferroviária da época. No entanto, com a expansão do mercado e a crescente demanda por produtos que pudessem reduzir a enorme assimetria de informação que havia, a empresa expandiu sua gama de produtos e serviços, ampliando os trabalhos para a análise e classificação de empresas. Em 1914, a *Moody's Corporation* realizou a primeira experiência com a classificação de títulos emitidos por cidades americanas e outras municipalidades, até que, em 1924, tornou-se a empresa responsável por avaliar cerca de 100% dos títulos emitidos no país.

Quatro anos após o surgimento da primeira grande agência de classificação de risco, John Knowles Fitch cria, na cidade de Nova Iorque, a *Fitch Publishing Company*, empresa que em 1975 seria a primeira, dentre as três maiores do setor, a receber da Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (SEC) o estatuto de “*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*” (NRSRO). Inicialmente, a principal atividade da empresa era a publicação de dados financeiros para investidores que atuavam na bolsa de Nova Iorque, sendo posteriormente reconhecida pelas análises e publicações em relação ao mercado de títulos.

Em 1924, a *Fitch Ratings* introduziu no mercado a então conhecida nomenclatura de “AAA” a “D”, utilizada atualmente nos *rankings* de classificação de risco. Rapidamente a nova escala foi incorporada pelo mercado, tornando-se uma espécie de *benchmark* utilizado no momento em que as decisões de investimento são tomadas. A *Standard & Poor's* e a *Moody's Corporation*, principais concorrentes, também passaram a utilizar nomenclaturas semelhantes em seus trabalhos, fazendo com que esta forma de classificação se tornasse internacionalmente reconhecida.

Apesar de ser a menor entre as três agências de risco mais reconhecidas e, conseqüentemente, deter uma menor participação no mercado, a história da *Fitch Ratings* foi marcada por uma série de processos de fusões e aquisições. Em 1997, a agência fundiu-se com a *IBCA Limited*, cuja sede ficava na cidade de Londres. Esta primeira operação representou um marco na trajetória da empresa, que passou a deter presença global no mercado de *ratings*. Em seguida, foi a vez das empresas *Duff & Phelps Credit Rating Co.* e *Thomson BankWatch* – ambas atuantes no setor – serem adquiridas pelo grupo. Este novo passo estratégico fez com que a *Fitch Ratings*, além de aumentar sua gama de produtos e serviços, passasse também a deter escritórios e filiais espalhados por diversas regiões, consolidando a presença no mercado mundial.

Assim como a *Moody's Corporation*, a *Standard & Poor's* também iniciou sua trajetória de constituição a partir do estudo das empresas americanas envolvidas no processo de construção da malha ferroviária do país. O primeiro trabalho de Henry Varnum Poor foi realizado em 1860, com a publicação do livro “*History of Railroads and Canals in the United States*”. Este era uma tentativa de compilar e descrever, de maneira compreensiva, informações financeiras e operacionais a respeito das companhias ferroviárias do país. Para tal, foi fundada a empresa *H. V. and H. W. Poor Co.*, que seria responsável pela publicação e atualização anual do livro.

Em 1906, Luther Lee Blake, após ter trabalhado alguns anos na *Laidlaw & Co.*, onde teve o primeiro contato com informações de empresas norte-americanas, funda a *Standard Statistics Bureau*, cuja principal atividade era prover informações financeiras a respeito de firmas não ligadas ao setor ferroviário. Dez anos após a criação, a agência iniciou os trabalhos de classificação de títulos emitidos por empresas, até que, em 1940, incorporou a avaliação de títulos municipais em seu portfólio de serviços.

Surge então, em 1941, após a fusão da *Poor's Publishing* (sucessora da *H. V. and H. W. Poor Co.*) com a *Standard Statistics Bureau*, a *Standard & Poor's*. Atualmente, dentre os produtos e serviços oferecidos, destacam-se, além das análises de risco, uma série de ferramentas voltadas para o mercado financeiro, assim como relatórios de análise de empresas, índices de mercado (mais precisamente o *S&P*), serviços de base de dados, entre outros. Além disso, a *Standard & Poor's* ainda conta com uma segunda divisão (*Capital IQ*), responsável por prestar serviços de assessoria financeira e criar soluções na área de tecnologia para instituições financeiras, empresas de consultoria e investidores privados.

Desta forma, *Moody's*, *Standard and Poor's* e *Fitch Ratings* apresentam atuação em escala mundial, estando presentes na maior parte dos países onde há um mercado de capitais minimamente constituído. A evolução deste serviço é algo que impressiona. Se prestarmos atenção, atualmente, a maior parte da receita destas empresas é proveniente de taxas cobradas pelos serviços de avaliação de risco de crédito, algo que até a década de 70 não era cobrado diretamente. Esta mudança ocorreu no momento em que as agências perceberam a importância de suas avaliações para o mercado de capitais no que diz respeito ao fornecimento de informações, as quais possibilitavam reduzir custos de captação de instituições, tanto públicas, quanto privadas.

Uma firma que necessite captar recursos no mercado financeiro através da emissão de títulos de dívida, por exemplo, terá mais facilidade na colocação de seu título no mercado, na medida em que, de alguma forma, esta possa exibir um certificado de qualidade que a diferencie das demais empresas na mesma situação. Foi, desse modo, que as classificações emitidas pelas instituições especializadas em avaliar os riscos de crédito adquiriram tamanha importância nesse mercado. Além disso, é natural que os investidores, ao se depararem com títulos considerados menos arriscados, exijam uma remuneração inferior aos daqueles com uma pior classificação, como mostram, por exemplo, os estudos realizados por Juttner (1995), Kaminsky e Schmukler (2001) e Rigobon (2002).

2.2. CLASSIFICAÇÕES DE RISCO

Os *rankings* de classificação elaborados pelas agências de risco fornecem ao público informações a respeito da capacidade e disposição das instituições em honrar futuramente as obrigações contraídas. Baseadas em elementos quantitativos e parâmetros qualitativos, essas notas expressam mais especificamente a probabilidade de uma instituição declarar *default*. Desta forma, a existência de um histórico de não cumprimento de contratos é fortemente penalizada, com uma baixa nota de qualidade de crédito, mesmo que as atuais condições apresentem melhorias significativas em relação ao passado.

Além das classificações em si, as agências também divulgam, junto à nota de classificação, um indicador que ficou conhecido como *Outlook*, cuja finalidade é permitir que investidores tenham acesso a expectativa das agências em relação ao comportamento futuro dos *ratings*. Os *Outlooks* podem ser classificados como positivo, negativo ou neutro, dependendo das expectativas de curto prazo das agências. Porém, isto não significa que as alterações serão obrigatoriamente no sentido indicado nem que estas ocorrerão em um curto espaço de tempo.

Como podemos observar na Tabela 01, apesar das agências possuírem escalas com notações ligeiramente diferenciadas, suas classificações são muito semelhantes, podendo até ser comparadas. No entanto, é importante notar que existem duas formas de classificação: as de longo prazo, utilizadas para classificar títulos de dívida soberana, notas de médio prazo, depósitos bancários de longo prazo, bônus e outras obrigações de renda fixa de longo prazo – tais como os títulos lastreados em hipotecas – e as de curto prazo, que avaliam o risco de crédito para obrigações com vencimento em até um ano, como *commercial papers* e depósitos bancários de curto prazo.

Porém, como o objetivo deste trabalho é estudar e analisar as questões fundamentais que afetam a classificação dos títulos de dívida soberana, caracterizados como títulos de longo prazo, deixaremos as classificações de curto prazo de lado para concentrar nossos esforços na questão central deste projeto. É neste sentido que nos próximos capítulos deste trabalho serão analisadas as principais variáveis macroeconômicas que contribuem para uma melhor classificação de risco dos países.

Tabela 01: Comparação Entre as Agências de Risco

CLASSIFICAÇÃO DE LONGO PRAZO			
Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings	
SUBSTANCIALMENTE SEM RISCO			
AAA	Aaa	AAA	Menor nível de risco.
RISCO MÍNIMO			
AA+	Aa1	AA+	Excelente capacidade financeira.
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
RISCO MODESTO			
A+	A1	A+	Boa capacidade financeira, porém mais suscetível aos efeitos adversos de mudanças nas condições macroeconômicas.
A	A2	A	
A-	A3	A-	
RISCO MÉDIO			
BBB+	Baa1	BBB+	Capacidade financeira adequada, porém faltam alguns mecanismos de proteção.
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
RISCO ACEITÁVEL			
BB+	Ba1	BB+	Capacidade financeira questionável. Incertezas e adversidades políticas e econômicas podem gerar incapacidade de honrar suas obrigações financeiras.
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
SEGURANÇA FINANCEIRA BAIXA			
B+	B1	B+	Geralmente há capacidade financeira para honrar suas obrigações, porém qualquer turbulência econômica ou política levará a incapacidade de honrar suas obrigações.
B	B2	B	
B-	B3	B-	
SEGURANÇA FINANCEIRA MUITO BAIXA			
CCC+	Caa	CCC+	Frequentemente em <i>default</i> ou atualmente em <i>default</i> .
CCC	Caa	CCC	
CCC-	Caa	CCC-	
CC	Ca	CC	
C	C	CC	
D	C	-	

Fonte: Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings

Elaboração: Credit Suisse

Países classificados entre AAA¹ e BBB são considerados pelas agências de risco como *Investment Grade Countries*, ou seja, países que possuem um baixo risco de crédito, que reduz conforme a classificação caminha de BBB- para AAA. Já os países classificados entre BB e D são conhecidos como *Speculative Grade Countries*, o que significa que estes possuem um risco de crédito que não deve ser negligenciado. Neste caso, quanto mais próximo o país estiver da classificação D, maior será o risco de *default*. Isto faz com que muitos investidores institucionais, assim como os fundos de pensão, sejam proibidos por seus estatutos e normas regulamentares de investir nesse tipo de ativo ou são limitados a um determinado percentual fixo da composição total da carteira de investimento.

¹ Para efeito de exemplificação, estão sendo utilizadas classificações genéricas, devido à existência de nomenclaturas diferentes para um mesmo nível de risco.

Nesse sentido, é importante deixar claro que estas escalas de classificação, ao contrário do que muitos pensam, não devem ser interpretadas como recomendações de investimento, mas sim uma opinião especializada em relação à possibilidade de ocorrerem quebras de contrato. O intuito do *ranking* de classificação dos países é oferecer aos investidores uma comparação homogênea para que estes possam avaliar, da melhor maneira possível, seus investimentos.

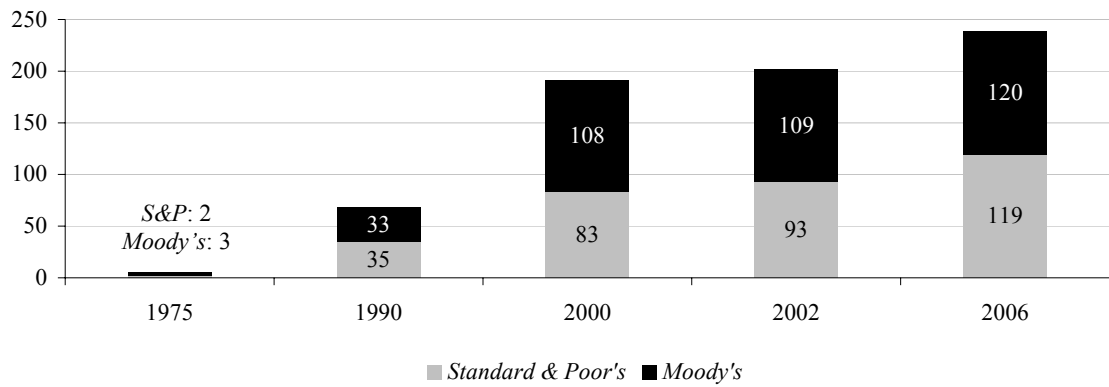
2.3. A INFLUÊNCIA DAS AGÊNCIAS DE RISCO (ESTUDO DE CASO)

Em fevereiro de 1995, a *Moody's*, uma das principais agências de risco do mundo, emitiu nota aos investidores alertando que a classificação da dívida soberana do Canadá estaria sobre avaliação para um possível *downgrade*, uma indicação de preocupação com as finanças do país. Segundos após o anúncio, o dólar canadense já apresentava sinais de desvalorização em relação ao dólar americano, fazendo com que o Banco Central do Canadá fosse “obrigado” a intervir no mercado, através de compras volumosas de sua moeda para tentar segurar a desvalorização. No mesmo momento, investidores começaram a vender os títulos canadenses, elevando significativamente as taxas de juros exigidas, o que poderia gerar um custo de milhões de dólares para o governo do Canadá.

Esta movimentação dos mercados, gerada apenas pelo aviso de que havia uma possibilidade de a classificação de risco dos títulos da dívida soberana do país ser revisada e, não a revisão em si (que veio em seguida), foi capaz de fazer com que o governo de uma das economias mais sólidas do mundo fosse obrigado a agir rapidamente para tentar contornar, da melhor maneira possível, os efeitos gerados pelo anúncio. Uma das medidas de emergência tomadas pelo então Ministro das Finanças, Paul Martin, foi enfatizar, em seu Discurso do Orçamento, a necessidade existente de por em ordem a dívida pública do país.

São fatos como esses que demonstram o quão influentes as agências de risco se tornaram no decorrer dos anos. Atualmente, países que desejam aproveitar o bom momento que está sendo vivido em relação ao significativo aumento do fluxo de capitais em todo o mundo, se vêem forçados a ter o “carimbo” de aprovação das principais agências de risco, para que sua capacidade de captação não seja negativamente abalada. Isto fez com que, em 2006, aproximadamente 75% dos países do mundo fossem avaliados pelas três principais agências de risco.

Histórico do Número de Países Avaliados pelas Duas Maiores Agências de Risco



Fonte: Standard & Poor's e Moody's

3. VARIÁVEIS DE INFLUÊNCIA

O aumento das emissões de títulos e valores mobiliários nas últimas décadas e as diversas crises que ocorreram nos anos 80 envolvendo títulos de dívida soberana acabaram chamando a atenção dos investidores para a necessidade de avaliar melhor o risco dos países emissores. Desta forma, as agências especializadas em prestar esse tipo de serviço passaram a ser fortemente assediadas e suas fórmulas de avaliação se tornaram alvo de incessantes discussões e estudos.

Os primeiros autores que se dispuseram a examinar as possíveis variáveis que determinam as classificações de risco soberano foram Feder e Uy (1985). Em seus trabalhos, os autores buscaram identificar grupos de variáveis que seriam freqüentemente utilizadas pelos credores em suas análises de risco de crédito. O resultado, assim como demonstrado em diversos trabalhos que se sucederam e, comprovado pelas evidências empíricas, além de apontar para um conjunto de variáveis macroeconômicas, ainda apresentou uma forte correlação existente entre o histórico de bom pagamento de juros e principal das instituições com suas classificações no *ranking* de risco.

Outros autores, assim como Cantor e Packer (1996), analisaram de forma mais específica os diferentes determinantes que compõem os *ratings* das agências *Standard & Poor's* e *Moody's*. Apesar de serem duas agências que atuam de forma independente, o que os autores puderam concluir é que existe certa semelhança nos critérios utilizados por ambas instituições. Dentre os fatores de influência comum entre as agências, Cantor e Paker destacaram a contribuição da renda *per capita*, o crescimento do produto, a inflação, o nível de dívida externa, o nível de desenvolvimento econômico e o histórico de *default* como sendo os determinantes que exercem efeitos mais significativos na composição dos *ratings*.

Além destes, diversos outros autores realizaram pesquisas semelhantes, com o intuito de modelar, da melhor maneira possível, as principais variáveis que compõem o modelo de classificação das agências de risco. Mais recentemente, Vasconcellos e Júnior (2006) publicaram trabalho no qual, além de se preocuparem com a questão da especificação de um modelo que fosse comum às principais agências de risco, ainda buscaram apontar qual seria a principal variável responsável pelas alterações na classificação dos países.

O estudo, com base em 2004, levou em consideração uma gama de 74 países que possuíam notas de classificação nas três maiores agências de risco (*Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*). Além disso, para melhor realização das estimativas, os países foram divididos, através da utilização de variáveis *dummy*², em “desenvolvidos” e “em desenvolvimento” e também entre países que possuíam algum histórico de *default* e os que nunca o fizeram. Isto evitaria um possível resultado viesado dos coeficientes, uma vez que, assim como demonstrado por Feder e Uy (1985), essas variáveis são capazes de afetar significativamente a classificação de risco dos países.

Para realização das estimativas, o modelo utilizado pelos autores foi o *Probit* Ordenado, que, apesar de não apresentar interpretações absolutas de seus coeficientes, é capaz de indicar com clareza os fatores que possuem maior efeito relativo sobre as alterações da variável dependente³. Como variáveis independentes, os autores utilizaram o PIB *per capita*, a inflação, a razão dívida pública bruta/PIB e uma espécie de índice de vulnerabilidade externa⁴ – que leva em conta a dívida externa de curto prazo, a dívida externa de longo prazo com vencimento em 2004, os depósitos em moeda estrangeira nos bancos e as reservas internacionais.

Como pode ser visto na Tabela 02, todos os coeficientes estimados para as variáveis selecionadas são estatisticamente significantes a um grau de confiança de 95% para as classificações da *Standard & Poor's* e da *Fitch*. Já no caso da *Moody's*, além de algumas variáveis só serem estatisticamente significantes a um grau de confiança de 88%, o histórico de moratória dos países não é considerado relevante estatisticamente. No entanto, é importante notar que os sinais dos coeficientes estão exatamente de acordo com os resultados esperados.

² Variável binária, que assume os valores 0 ou 1, utilizada geralmente para medir o efeito de fatores qualitativos que geralmente aparecem na forma de informação binária.

³ Neste caso, como a variável dependente é qualitativa (classificação de risco dos países), foram utilizados números arbitrários para expressar as diferenças existentes.

⁴ Índice de vulnerabilidade externa = (dívida externa de curto prazo + dívida externa de longo prazo com vencimento em 2004 + depósitos em moeda estrangeira nos bancos) / reservas internacionais.

Tabela 02: Resultado das Estimações Realizadas por Vasconcellos e Júnior (2006)

Variáveis	<i>Standard & Poor's</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch Ratings</i>
Log (PIB <i>per capita</i>)	0,804 (4,81)*	1,145 (4,75)*	1,308 (6,38)*
Inflação	-0,063 (-1,63)**	-0,102 (-3,18)*	-0,103 (-3,01)*
Índice de vulnerabilidade externa	-0,392 (-1,59)**	-0,525 (-2,95)*	-0,521 (-2,74)*
Dívida pública bruta/PIB	-0,882 (-1,54)**	-1,573 (-3,47)*	-2,02 (-3,45)*
<i>Default</i>	-0,958 (-2,87)*	-1,268 (-3,73)*	-0,900 (-2,67)*

* Significativo a 5%;

** Significativo a 12%.

Fonte: Vasconcellos e Júnior (2006)

Ao que tudo indica, além dos fatores políticos – que possuem certo grau de subjetividade – esses são os fatores considerados determinantes na avaliação das agências de *ratings*. Há, inclusive, boas razões para acreditarmos na utilização desse conjunto de variáveis para avaliarmos a probabilidade de os países (em especial o Brasil) alcançarem o grau de investimento. O PIB *per capita*, por exemplo, além de ser utilizado como uma importante medida de riqueza, muitas vezes também funciona como uma espécie de variável *proxy*⁵ para medir o nível da qualidade das instituições presentes no país. A idéia por trás desta afirmação é a evidência empírica de que nações que apresentam níveis mais elevados de PIB *per capita* tendem a ter melhores instituições. Países como Noruega e Suíça são exemplos clássicos dessa diferença de qualidade das instituições.

A inflação, por sua vez, é um importante indicador da qualidade das políticas macro e microeconômicas do país. Para países como o Brasil, que adotou a política de meta de inflação desde 1999, esta fornece indicações claras da capacidade do país de se articular para atingir objetivos. Além disso, países com histórico de inflação elevada tendem a despertar nos investidores certa desconfiança em relação ao comportamento da variável, fazendo com que pequenas oscilações sejam responsáveis por efeitos econômicos significativos.

⁵ A variável dummy é utilizada quando uma ou mais variáveis de controle não são observadas devido, por exemplo, à não-disponibilidade dos dados.

Já o índice de vulnerabilidade externa, da forma que é calculado, demonstra a exposição do país no curto prazo em relação a possíveis choques externos. Como podemos observar, o índice deixa claro que quanto maior o volume de reservas em moeda estrangeira, menor é a vulnerabilidade externa do país e, conseqüentemente, maior será a capacidade de suportar a presença de choques adversos. Além disso, diversos estudos comprovam que quanto maior o volume de comércio que um país realiza com seus parceiros, menor será a exposição a possíveis choques externos devido, principalmente, a sua capacidade de gerar consecutivos superávits comerciais através de pequenas depreciações cambiais e/ou desacelerações da atividade doméstica.

A dívida pública bruta, por sua vez, representa um potencial indicador referente à capacidade de um país em honrar com suas obrigações. Isto porque, se considerarmos que o custo de pagamento ou de rolagem da dívida se torna cada vez maior conforme esta ganha volume, perceberemos que a probabilidade de um país declarar *default* é positivamente relacionada com o tamanho de sua dívida.

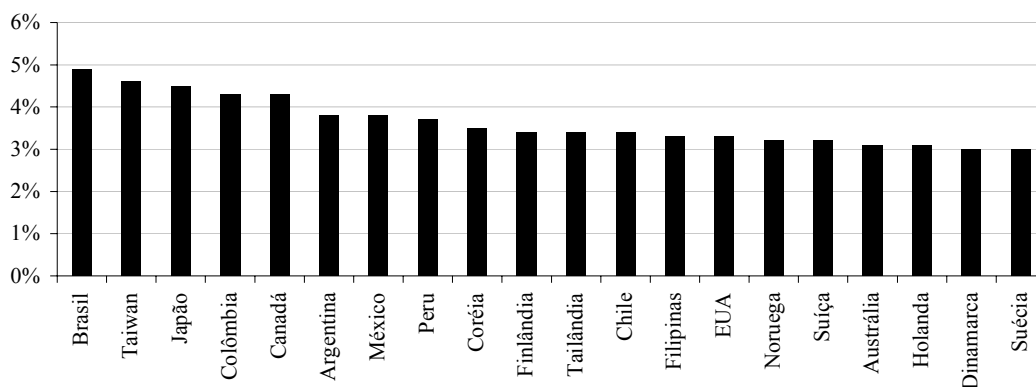
Finalmente, o histórico de *default* é uma variável que remete aos investidores um indicador de que, em algum momento da história, determinado país não honrou suas obrigações, seja por questões financeiras, seja por questões ligadas à política. Este fator, sem dúvida alguma, exige do país certo desconto em relação ao preço de face de seus títulos e uma espécie de “prêmio de risco” para os investidores interessados em adquiri-los.

3.1. COMPORTAMENTO NOS ÚLTIMOS ANOS

3.1.1. PIB PER CAPITA

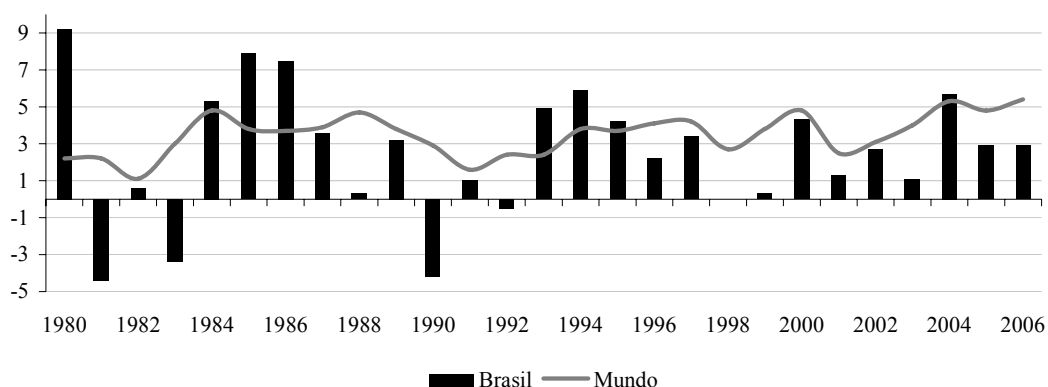
O Brasil, entre 1973 e 1990, como pode ser visto no gráfico abaixo, foi o país que apresentou a maior taxa média de crescimento do PIB em relação aos demais países do mundo. No entanto, nos últimos anos houve uma significativa redução deste indicador, o que fez com que, desde 1980, a economia brasileira só tenha alcançado oito vezes uma taxa de crescimento superior à média mundial. Desta forma, nos últimos 10 anos o Brasil apresentou uma taxa de crescimento média de 2,4%, enquanto os demais países do mundo cresceram em média 4,0% ao ano.

Taxa Média de Crescimento do PIB entre 1973 e 1990



Fonte: FMI

Taxa de Crescimento do PIB Real (%)



Fonte: FMI

Este é um fato um tanto quanto preocupante, na medida em que, caso essa tendência não seja revertida, o Brasil acabará perdendo cada vez mais sua importância relativa na economia mundial. No entanto, este não é apenas um problema local. À exceção do Chile, todos os demais países sul-americanos cresceram menos do que a média mundial nesse último decênio. De acordo com o FMI, um dos principais motivos que justificam o fraco crescimento econômico brasileiro e da América Latina como um todo é o nível de investimento. Como pode ser visto na Tabela 03, em relação à média mundial, o Brasil investe muito pouco em proporção ao PIB, ainda mais quando comparado aos países emergentes asiáticos.

Tabela 03: Investimento em Relação ao PIB (%)

Países	Média 1995/2004	2004
Países Desenvolvidos	21,3	20,6
África	20,0	21,3
Leste e Centro Europeu	23,9	24,5
Economias Emergentes Asiáticas	32,6	35,4
América Latina	20,8	20,4
Brasil	19,3	19,6
Mundo	22,1	21,9

Fonte: World Economic Outlook

Os países latino-americanos, no período compreendido entre 1995 e 2004, investiram em média apenas 20,8% do PIB, nível abaixo da média mundial, que foi de 22,1%. No caso brasileiro especificamente, o volume de investimentos como proporção do PIB foi ainda menor, ficando em 19,3% nesse período. Desta forma, a falta de investimento desses países acaba por limitar a existência de taxas de crescimento mais expressivas no longo prazo. As economias do centro e leste europeu, por sua vez, investiram, em média, 23,9% do PIB durante esses anos. Já os países emergentes da Ásia elevaram essa participação para 32,6%. Não é surpresa, portanto, que estes países apresentem as maiores taxas de expansão econômica.

Tabela 04: Expectativas de Mercado para o Crescimento do PIB Brasileiro

	2007	2008	2009	2010	2011
Taxa de Crescimento do PIB	4,70%	4,32%	4,03%	4,05%	4,00%

Fonte: Banco Central

Como podemos observar, de acordo com o Banco Central, a expectativa é de que o país cresça a taxas próximas de 4% ao ano, nos próximos anos. No entanto, este é um resultado ainda aquém do esperado para um país emergente como o Brasil. Neste sentido, é importante que as autoridades responsáveis pela realização de políticas públicas comecem a se preocupar cada vez mais com a questão do crescimento e do desenvolvimento do país, sem deixar de lado, obviamente, as demais políticas e metas de longo prazo.

Por sua vez, a população mundial, de 1996 até 2005, cresceu a uma taxa média de 1,2% ao ano, segundo dados do Banco Mundial, e o PIB *per capita* avançou 2,6%. Já no Brasil, a média de expansão do PIB *per capita* nesse mesmo período foi de apenas 0,7% ao ano. Desta forma, se o país mantiver esse atual ritmo de crescimento levará aproximadamente um século para conseguir dobrar sua renda per capita. Como pode ser visto na Tabela 05, o ritmo de crescimento do PIB *per capita* brasileiro nos últimos anos foi um dos menores do mundo. A renda *per capita* brasileira está crescendo menos do que a das nações mais desenvolvidas.

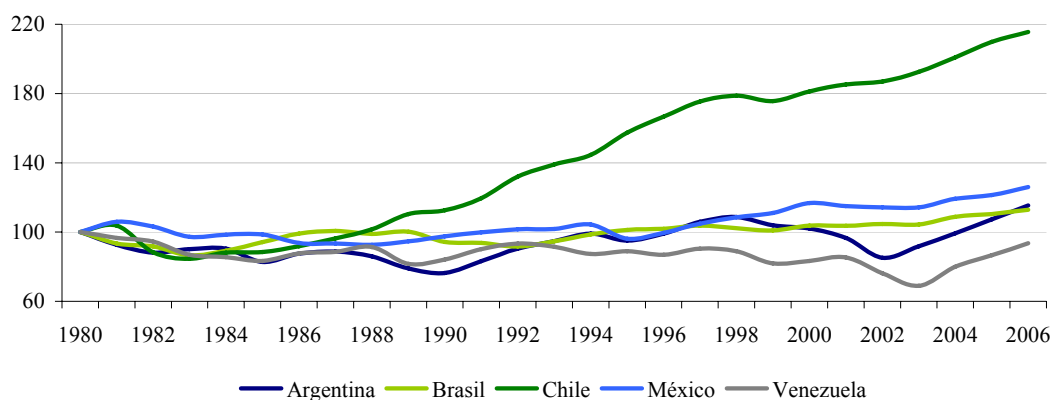
Tabela 05: Taxa de Crescimento do PIB *per capita*

Países		Crescimento Médio Anual (1996/2005)
G7	Estados Unidos	2,2%
	Japão	1,0%
	Alemanha	1,2%
	Reino Unido	2,4%
	França	1,7%
	Itália	1,2%
	Canadá	2,4%
Outras Economias Avançadas	Austrália	2,4%
	Coréia do Sul	3,7%
	Espanha	3,1%
	Portugal	1,6%
Emergentes		
Asia	China	7,7%
	Índia	4,4%
Europa	Polônia	4,1%
	Rússia	4,3%
África	África do Sul	1,7%
América Latina	Argentina	0,9%
	Brasil	0,7%
	Chile	2,8%
	México	2,1%
	Venezuela	-0,5%

Fonte: FMI e Banco Mundial

Os países emergentes da Ásia foram os que apresentaram as maiores taxas de crescimento do PIB *per capita*, com destaque para a China, que cresceu em média 7,7% ao ano. Caso mantenha esse ritmo de expansão, a China dobrará de tamanho nos próximos nove anos, ultrapassando inclusive o Brasil, em termos de PIB *per capita*. Entre os países da América Latina, esse resultado também não é muito diferente. Nos últimos anos, o ritmo de crescimento do PIB *per capita* do México e do Chile foi três a quatro vezes maior que o do Brasil, respectivamente. Mesmo a Argentina, que passou por uma crise financeira em 2001 e 2002, apresentou taxas de crescimento superiores as do Brasil.

Crescimento Acumulado do PIB *per capita* Real (1980=100)



Fonte: World Economic Outlook
Elaboração: Autor

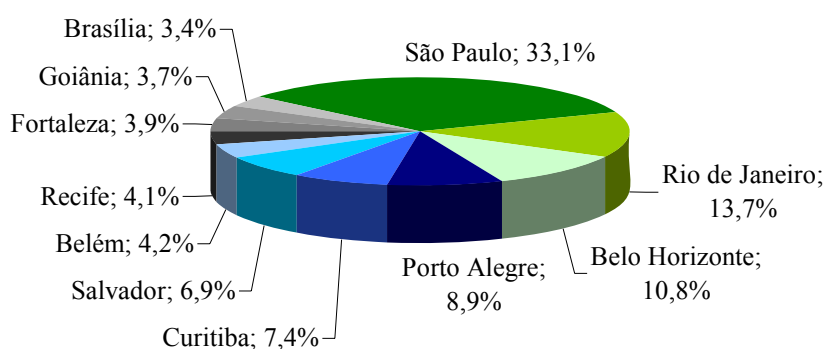
O gráfico acima demonstra o crescimento acumulado do PIB *per capita* real de alguns países selecionados da América Latina desde 1980. Nitidamente, o Chile foi o país que obteve o melhor desempenho, dentre os selecionados. Sua taxa média de crescimento durante esse período foi de aproximadamente 3% ao ano, enquanto o Brasil apresentou um crescimento médio de apenas 0,5%. Desta forma, é imprescindível que o Brasil alcance nos próximos anos taxas de crescimento mais elevadas, condizente com as dos países emergentes que se encontram em estágios similares de desenvolvimento.

3.1.2. INFLAÇÃO

Os principais índices de inflação que existem no Brasil são calculados por três institutos de pesquisa: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo (Fipe) e Fundação Getúlio Vargas (FGV). Esses índices se diferenciam de diversas maneiras: em relação à metodologia de cálculo, abrangência, população-alvo e composição das cestas de produtos e serviços.

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulga mensalmente três índices de preços ao consumidor (IPCA, IPCA-15 e INPC), que visam medir a variação de preços de um conjunto de produtos e serviços consumidos por uma população-alvo específica. Para realização do cálculo desses três índices de preços, são coletadas informações em nove regiões metropolitanas (Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba e Porto Alegre) e nos municípios de Brasília e Goiânia, tendo cada região uma contribuição específica na composição dos índices.

Peso de Cada Região na Composição do IPCA

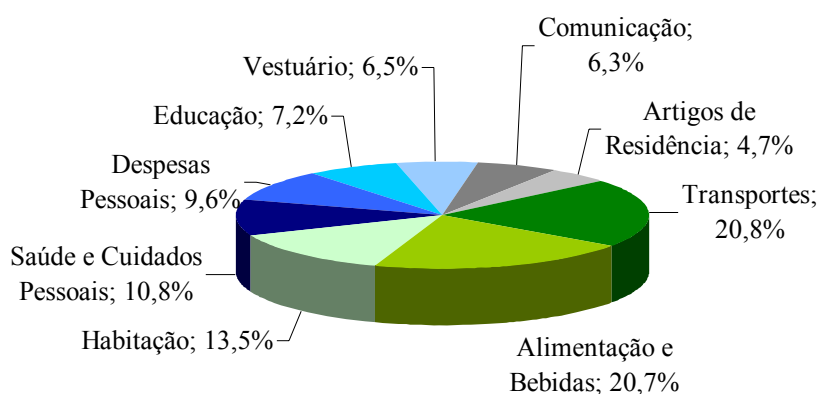


Fonte: IBGE

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) é o mais importante índice de preços ao consumidor do país e é utilizado como referência para o regime de metas de inflação. O índice é calculado pelo IBGE desde 1980 e mede a variação dos preços da cesta de consumo das famílias com rendimento mensal de 1 a 40 salários

mínimos, qualquer que seja a fonte de renda. O período de coleta do IPCA estende-se, aproximadamente, do dia 1º ao dia 30 do mês de referência e os resultados são divulgados em torno do dia 10 do mês subsequente. Na sua composição, o IPCA é dividido em 9 grupos, 19 sub-grupos, 52 itens e 384 sub-itens⁶.

Divisão dos Grupos que Compõem o IPCA



Fonte: IBGE

Além dessas separações, o Banco Central, com o intuito de melhorar as análises, ainda dividiu o IPCA em dois grupos: um composto por bens e serviços, cujos preços são administrados ou monitorados por contrato, e outro no qual os preços flutuam livremente, de acordo com os movimentos de oferta e demanda da economia. No grupo dos preços administrados estão contidos aqueles regulados diretamente pelos três níveis do governo (Federal, Estadual e Municipal), assim como impostos e taxas, e também os preços controlados por agências reguladoras, como energia elétrica, telecomunicações e serviços de transporte público, e preços derivados de petróleo.

Neste último caso, a Petrobras é a responsável por fixar os preços dos derivados do petróleo comercializados no mercado brasileiro. A empresa busca alinhar os preços desses produtos à tendência de longo prazo apresentada pelos preços internacionais, por meio de uma estratégia que procura suavizar flutuações de preços dos combustíveis no mercado doméstico. Com isso, flutuações de preços do petróleo e derivados acrescentam menor volatilidade à inflação ao consumidor no Brasil do que em outros países, como nos EUA.

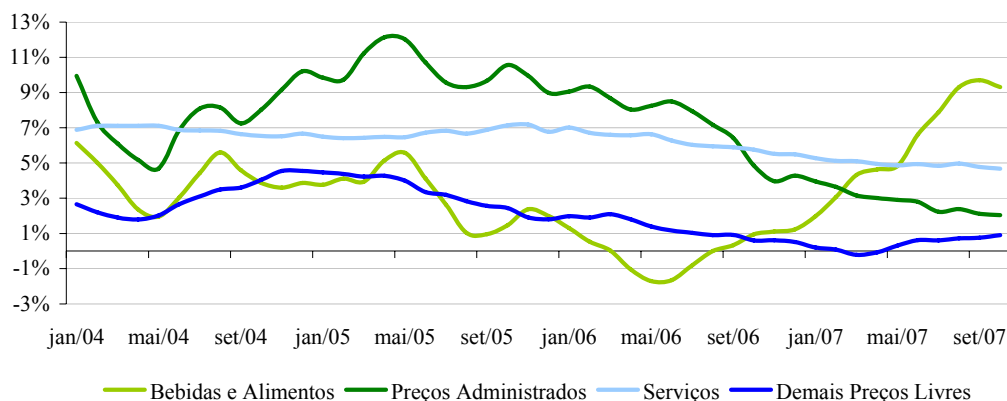
⁶ É importante destacar que a divisão desses grupos na composição do IPCA não é algo imutável. Desta forma, o gráfico acima foi utilizado apenas como uma espécie de *benchmark* para o leitor.

O grupo dos preços livres ou competitivos, por sua vez, é determinado em mercado pelas condições de oferta e demanda, sendo mais sensível à atuação da política monetária. Dentre os bens e serviços que compõem este grupo, podemos destacar os alimentos, bens de consumo duráveis e não-duráveis, bens intermediários, serviços educacionais, pessoais, residenciais, etc.

Desde 1994, com a introdução do Plano Real, o Brasil vem passando por um intenso processo de estabilização de preços. No entanto, este processo de controle inflacionário teve duas fases um tanto quanto distintas. Inicialmente, a estratégia adotada para controlar as pressões inflacionárias era calcada na adoção de reformas econômicas e na implementação de uma política monetária baseada, principalmente, na adoção de bandas cambiais. Porém, com a crescente instabilidade gerada pela Crise Russa a partir de meados de 1998 e, sobretudo, pela considerável fragilidade das contas externas da economia brasileira, a estratégia usual de elevar a taxa de juros para recompor o nível de reservas não foi bem sucedida, diferentemente do que acontecera nas crises do México (1995) e da Ásia (1997).

Desta forma, com a maciça perda de reservas internacionais, em janeiro de 1999 o Brasil sofreu um forte ataque especulativo contra sua moeda nacional, o que levou o Banco Central, após adotar de uma série de medidas que se mostraram inócuas contra o processo de desvalorização do Real, a abrir mão do então vigente regime de bandas cambiais – em prol de um regime de taxa flutuante – e a adotar, em julho de 1999, o regime de metas de inflação. Nos primeiros anos de implementação desse novo sistema, apesar de as metas estipuladas pelo Banco Central não terem sido alcançadas, houve significativa redução dos níveis de inflação, que permitiu tanto ao Brasil, quanto ao Banco Central, reconstruir sua credibilidade.

Evolução dos Principais Grupos que Compõem o IPCA



Fonte: IBGE

Nos últimos anos, como podemos observar no gráfico acima, o movimento de consolidação de um cenário macroeconômico mais estável fez com que, apesar do recente aumento de preços do grupo de bebidas e alimentos – embalado, principalmente, pelo aumento da demanda por *commodities* dos países asiáticos – houvesse uma redução significativa de todos os demais grupos que compõem o IPCA. Desta forma, o Brasil parece estar caminhando de forma cada vez mais sólida e fundamentada para uma inflação anual abaixo da meta estipulada para 2007 (4,5%). De acordo com as atuais expectativas do Banco Central, o Brasil deverá terminar o ano com uma inflação em torno de 4,0%.

3.1.3. RAZÃO DÍVIDA PÚBLICA/PIB

A dívida pública brasileira, ao longo dos anos, sempre foi apontada como um entrave para o crescimento e desenvolvimento do país, devido, principalmente, ao seu elevado volume. No entanto, desde 1999, quando se iniciou o segundo mandato do Presidente FHC, o Brasil vem passando por uma série de mudanças estruturais, no sentido de melhorar o quadro da dívida pública do país, tais como: obtenção de elevados e consecutivos superávits primários, através, principalmente, da elevação da carga tributária, redução da dívida externa, alongamento da dívida e alteração de sua composição.

O superávit primário do setor público consolidado foi, em média, igual a 3,7% do PIB entre 1999 e 2006, contra 3,9% em 2006. Como podemos observar na Tabela 06, todas as esferas públicas melhoraram ou mantiveram seu desempenho em relação a 2002 (ponto mediano do período de análise). Isso, somado a uma diminuição das despesas com a conta de juros, permitiu ao país gerar uma redução das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), expressas como proporção do PIB, de 5,3% (quando se iniciou o processo de ajuste – 1999) para uma média de 2,8% do PIB, nos últimos três anos.

Tabela 06: Necessidades de Financiamento do Setor Público (% PIB)

Composição	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Superávit Primário	0,0	-2,9	-3,2	-3,4	-3,5	-3,9	-4,2	-4,4	-3,9
Governo Central*	0,2	-2,7	-2,6	-2,3	-2,6	-2,8	-3,2	-3,2	-2,8
Governos Estaduais	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7
Governos Municipais	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Empresas Estaduais	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Empresas Municipais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Juros Nominais	7,0	8,2	6,6	6,6	7,7	8,5	6,6	7,3	6,9
Necessidade de Financiamento	7,0	5,3	3,4	3,3	4,2	4,6	2,4	3,0	3,0

*Governo Federal + BC + INSS + Empresas Estatais Federais

Fonte: Banco Central

Elaboração: Autor

No caso do Governo Central, o aumento do superávit primário de 2,7% do PIB, em 1999, para uma média de 3,1% do PIB, nos últimos três anos, ocorreu devido, principalmente, a um aumento mais do que proporcional ao PIB da arrecadação do Governo Federal, de 3,1% do PIB, em 1999, para cerca de 4,0% do PIB, em 2006. No entanto, apesar dessa melhoria expressiva nas contas do Governo Federal em relação

aos benefícios do INSS pagos pelo Governo Central, podemos notar (Tabela 07) que houve um significativo aumento de aproximadamente 1 p.p. em relação ao PIB.

Tabela 07: Déficit Primário do Governo Central (% PIB)

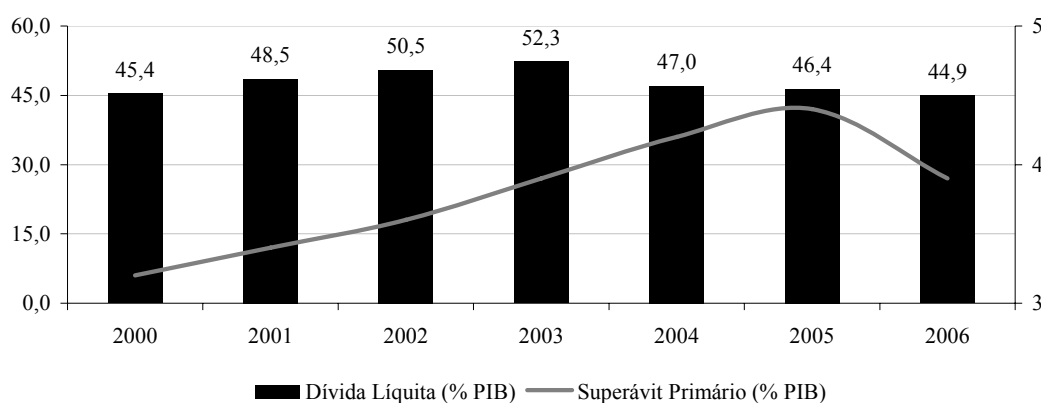
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Governo Central	0,2	-2,7	-2,6	-2,3	-2,6	-2,8	-3,2	-3,2	-2,8
Governo Federal	-0,8	-3,1	-2,6	-2,7	-3,4	-3,8	-4,3	-4,4	-4,0
Bacen	-	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
INSS	0,7	0,9	0,9	1,0	1,2	1,6	1,6	1,7	1,8
Empresas Estatais Federais	0,2	-0,6	-0,9	-0,6	-0,4	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6

Fonte: Banco Central

Elaboração: Autor

Essa é, sem dúvida alguma, uma fonte permanente de pressão na conta de despesas do Governo Central. Mesmo em 2003, quando ocorreu significativa redução dos gastos públicos, aproximadamente 4% (em termos reais), em função da diminuição da carga tributária e do elevado quadro inflacionário, as despesas com o INSS contribuíram negativamente para as contas públicas. Apesar disso, um dado positivo da evolução do quadro fiscal dos últimos anos é a redução da dívida líquida do setor público, que reduziu de 52,3% do PIB, em 2003, para 44,9% do PIB, em 2006.

Evolução do Quadro Fiscal Brasileiro



Fonte: Banco Central

Esta significativa redução é explicada, principalmente, pelos elevados e consecutivos superávits primários, que passaram de 3,2% do PIB, em 2000, para até 4,4% do PIB, em 2005, com uma ligeira redução em 2006. Não obstante, a expressiva apreciação cambial que vem ocorrendo nos últimos anos também contribuiu

positivamente para essa melhora do quadro fiscal brasileiro, uma vez que ajudou a reduzir o estoque da dívida fiscal.

Tabela 08: Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)

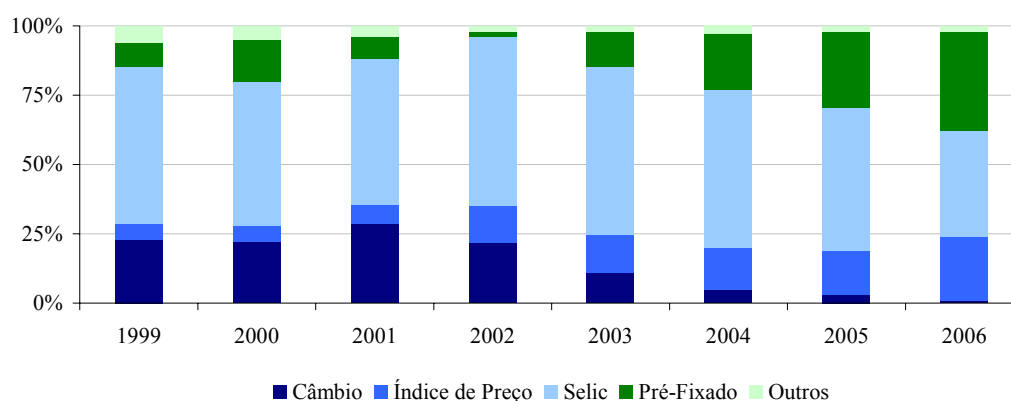
Composição	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Dívida Líquida do Setor Público	45,4	48,5	50,5	52,3	47,0	46,4	44,9
Dívida fiscal líquida com câmbio	42,5	43,0	41,6	44,8	40,5	41,0	40,1
Ajuste metodológico s/dívida externa	3,0	4,1	7,3	5,8	4,7	3,7	3,4
Ajuste patrimonial	4,8	5,7	5,3	5,3	4,9	4,8	4,3
Ajuste de privatização	-4,8	-4,4	-3,7	-3,7	-3,2	-3,0	-2,8

Fonte: Banco Central

Elaboração: Autor

Nesse mesmo sentido, ressalta-se a eficácia das autoridades monetárias em reduzir a exposição da dívida pública às variações cambiais advindas de choques adversos, através da eliminação da parcela da dívida indexada à taxa de câmbio. Esse fato, atrelado à diminuição da dívida externa, atenuou significativamente a influência de fatores externos sobre a dinâmica da relação dívida/PIB. No entanto, apesar dessa melhora expressiva no perfil da dívida pública brasileira, ainda é muito elevada a participação de títulos indexados à taxa Selic (pós-fixada) na “carteira de títulos” do setor público. A participação de títulos pré-fixados e indexados aos índices de preços, apesar de deter historicamente uma pequena parcela da dívida total, vem aumentando a cada ano e já representa aproximadamente 59% da dívida total.

Perfil da Dívida Pública Nacional

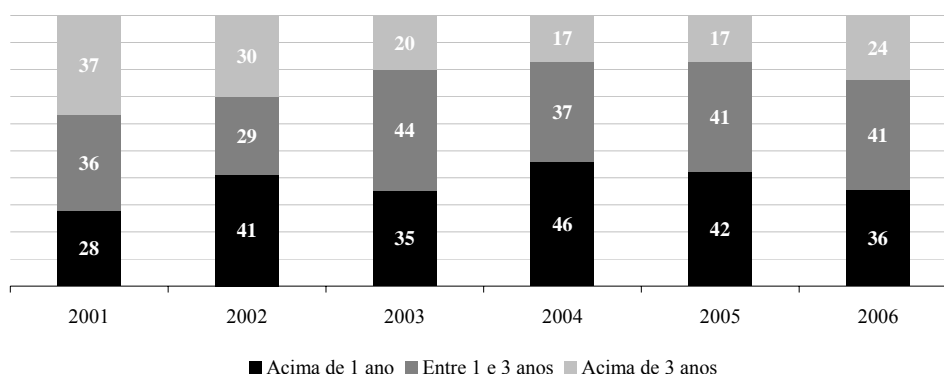


Fonte: Tesouro Nacional

Outro fator que vem contribuindo para a melhora do perfil da dívida pública brasileira é o processo de alongamento da maturidade dos títulos que compõem esse

portifólio, através da redução da participação de títulos com vencimento para os próximos 12 meses e o aumento dos títulos de mais longo prazo, principalmente os com vencimento em três anos. Esta capacidade de postergar o vencimento de um título, sem que isto gere um elevado custo para as contas públicas nacionais, é algo fundamental para qualquer país que deseje ter uma estrutura financeira sustentável no longo prazo.

Maturidade da Dívida Pública Nacional



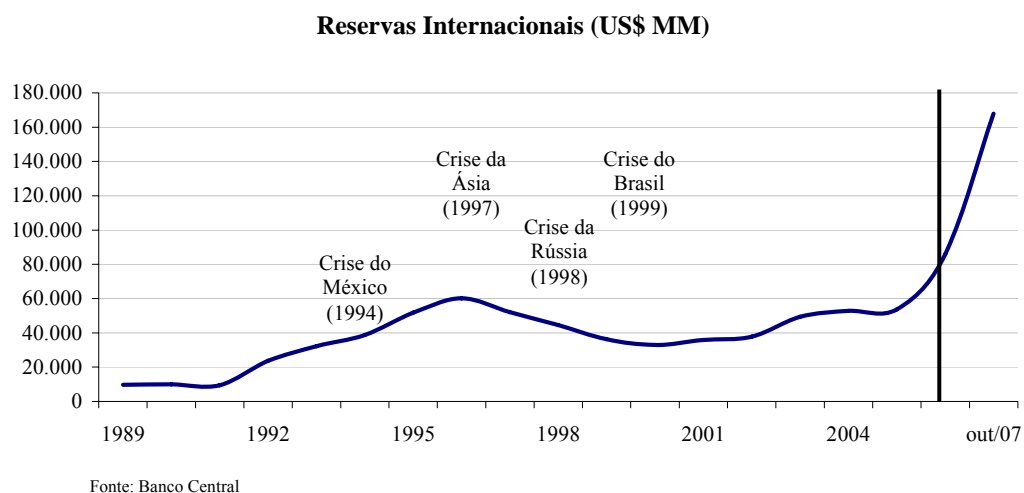
Fonte: Tesouro Nacional

No entanto, apesar da melhora significativa do quadro fiscal brasileiro, já é possível notar que, em 2006, houve certa deterioração das contas públicas federais, causada, dentre outros fatores, pelo elevado número de políticas públicas assistencialistas – e, muitas vezes, até populistas – que foram desenvolvidas e implementadas pelo atual grupo econômico do governo.

3.1.4. RESERVAS INTERNACIONAIS

A evolução do estoque de reservas internacionais brasileiras nos últimos meses foi algo que impressionou muitos economistas e formuladores de políticas econômicas. Desde o início do ano até outubro, o Banco Central já havia acumulado cerca de US\$ 77 bilhões, ou seja, algo que o Brasil veio acumulando durante toda a sua história, até outubro de 2006, quando as reservas internacionais brasileiras alcançaram pela primeira vez a marca dos US\$ 78 bilhões, foi acumulado em apenas dez meses. Sem dúvida alguma, esses dados expressam o quão agressiva tem sido a política do Banco Central de acumulação de divisas externas.

No entanto, assim como todas as escolhas, a acumulação de reservas também é algo que remete a determinados custos e benefícios, que devem ser avaliados minuciosamente para que o país não sofra com uma decisão equivocada por parte dos formuladores de política econômica. Se, por um lado, o acúmulo de reservas internacionais torna determinado país menos vulnerável aos choques externos; por outro, esse acúmulo está associado a um certo “custo de carregamento”, representado pela diferença entre os juros recebidos pelo governo nesses ativos e os pagos em seu endividamento. Em outras palavras, esse custo representa uma espécie de prêmio de seguro incorrido pelo país, para evitar mais problemas caso ocorra um “acidente de percurso”.

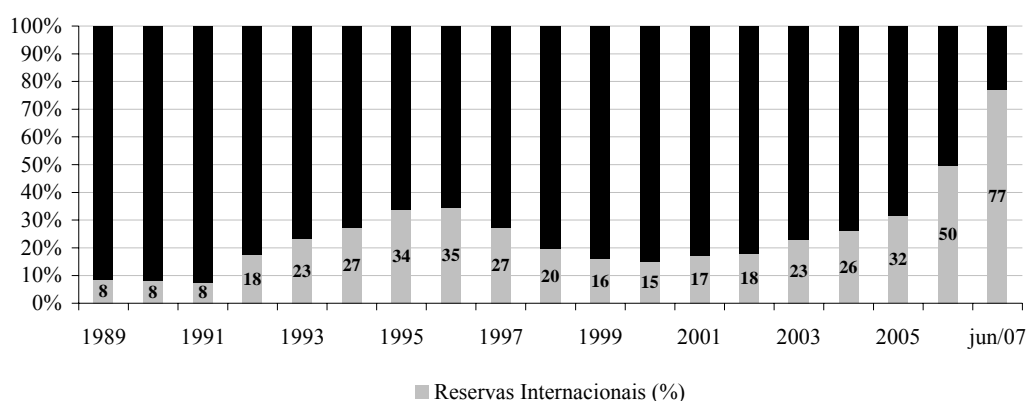


Como pode ser observado no gráfico acima, o estoque de reservas do país sempre esteve nitidamente associado à existência de crises cambiais aqui e no mundo. No início

da década de 90, em função, principalmente, da maciça entrada de capital externo no país, que impulsionou o balanço de pagamento brasileiro, o Brasil iniciou seu efetivo processo de acumulação de reservas internacionais, que enfrentou o primeiro obstáculo durante a crise financeira do México, em 1994, retomando sua trajetória de crescimento inicial já em meados de 1995.

Em 1997, com a Crise Asiática, o processo de acúmulo de reservas sofreu outro percalço, que se estendeu até 2001, devido à Crise Russa, em 1998, e à crise cambial brasileira, em meados de 1999. Durante esse período, o país enfrentou uma redução em sua conta de reservas internacionais de aproximadamente US\$ 27 bilhões, ou seja, houve uma diminuição de 45% do estoque total de reservas. No entanto, após o processo de estabilização que se sucedeu às crises cambiais ocorridas na década de 90 e a adoção de políticas que visavam à redução da dívida externa brasileira, podemos notar que atualmente o Brasil se encontra em uma posição muito mais sólida para enfrentar possíveis intempéries do cenário externo.

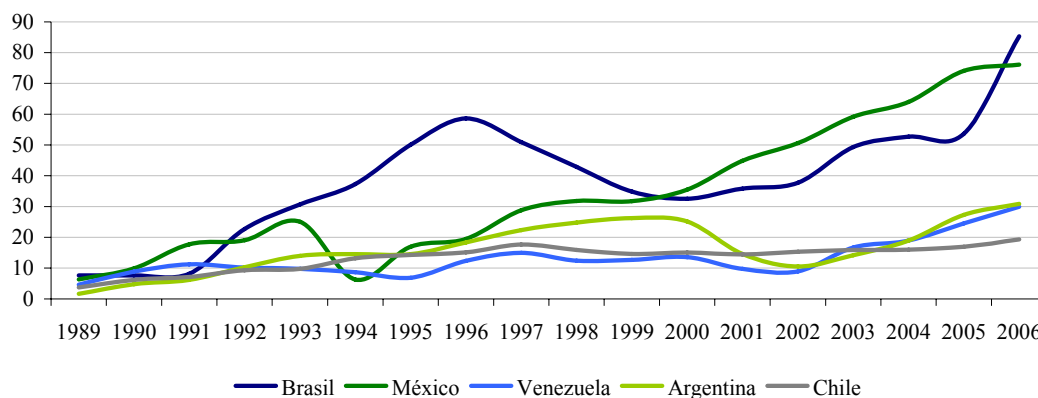
Evolução das Reservas Internacionais em Relação a Dívida Externa



Fonte: Banco Central

Desta forma, será então que o Brasil já conseguiu alcançar seu nível ótimo de reservas internacionais? Esta é uma questão que até hoje não foi solucionada pela literatura econômica, apesar da existência de alguns rumores especulativos. A cada momento, novos fatores estruturais e conjunturais alteram as estratégias dos Bancos Centrais em relação às políticas de acumulação de divisas em moeda estrangeira. Desta forma, não é trivial afirmar se o Brasil possui um montante insuficiente, adequado ou excessivo de reservas acumuladas. O que é possível notar é que esse movimento de acumulação de reservas é uma tendência global, principalmente, dos países emergentes.

Reservas Internacionais - América Latina (US\$ Bilhões)



Fonte: FMI

No caso dos países da América Latina, como pode ser visto no gráfico acima, essa tendência é clara. Com exceção do Chile, que manteve o nível de reservas praticamente inalterado nos últimos anos, todos os demais países selecionados apresentaram aumento significativo de suas reservas internacionais. No entanto, apesar de o Brasil apresentar os maiores níveis de acumulação de reserva em relação aos países selecionados da América Latina, quando comparado aos países asiáticos, como a China, que já acumula mais de US\$ 1 trilhão, as reservas brasileiras são consideradas até modestas. A Rússia também segue a mesma tendência, acumulando níveis de reservas superiores a US\$ 300 bilhões.

4. METODOLOGIA

O modelo *probit* utilizado neste trabalho é uma ferramenta econométrica muito eficiente para modelar fenômenos cuja variável dependente seja discreta e qualitativa, como no caso das classificações das agências de risco. Em nosso caso, a variável dependente representará o fato de determinado país possuir ou não classificação de *Investment Grade* pelas agências de risco mencionadas no primeiro capítulo deste trabalho. Desta forma, essa variável possuirá características de uma variável binária, assumindo valores iguais a 1, caso o país possua grau de investimento, e 0, caso contrário.

Na presença de variáveis dependentes binárias, o modelo mais simples que poderia ser utilizado é o modelo linear de probabilidade representado pela função abaixo:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k + e$$

em que y é variável dependente com as características descritas acima, $x_1 \dots x_k$ representam as variáveis independentes selecionadas.

Sendo P a probabilidade da variável y assumir valores iguais a 1, teríamos então que:

$$E(y) = P = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 x_1 + \dots + \hat{\beta}_k x_k$$

Neste caso, os coeficientes estimados pelo modelo expressariam o efeito de variações unitárias das variáveis independentes sobre a probabilidade da variável dependente assumir o valor 1. O problema é que estes efeitos seriam constantes ao longo do tempo e, na medida em que x_i fosse aumentando (supondo β_i positivo), a probabilidade P aumentaria a uma razão constante, de forma que teríamos facilmente observações nas quais a probabilidade de um país ser *Investment Grade* (P) seria estritamente maior que 1 ($P > 1$), o que é impossível, dado que $0 \leq P \leq 1$.

Para solucionar esse problema, a medida encontrada foi a adoção do modelo de probabilidade não-linear, que ficou conhecido como *probit*, em que as probabilidades

estimadas são restringidas ao intervalo $[0, 1]$ pela utilização de funções densidade de probabilidade. No entanto, assim como em qualquer modelo, o *probit* possui certas vantagens e desvantagens que devem ser analisadas para que se possa ter um melhor entendimento de suas implicações.

Sem dúvida alguma, a principal vantagem desse método, assim como descrito acima, é o fato de ele ser um modelo de probabilidade não-linear, em que os resultados estão restritos ao intervalo $[0,1]$, ao contrário da maioria dos modelos estatísticos. Por outro lado, uma das desvantagens da utilização do *probit* é fato de seus coeficientes estimados não possuírem uma interpretação absoluta de seus valores, apenas relativa. Ou seja, ao contrário de uma regressão linear, em que a interpretação dos coeficientes remete diretamente ao efeito de uma variável independente qualquer sobre a variável dependente, o *probit* permite apenas a identificação da variável que possui o maior efeito relativo sobre as alterações da variável dependente.

De acordo com Woodridge (2002), o modelo *probit* binomial tradicional é definido por:

$$P(y_i = 1 | x_i) = \Phi(\beta x_i)$$

sendo β um vetor de parâmetros e Φ a função distribuição acumulada de uma variável aleatória normal com média zero e variância 1.

Um dos métodos utilizados para estimar β é o de máxima verossimilhança, sendo a função de verossimilhança de β é dada por:

$$L(\beta, y, X) = \prod_{i=1}^n \Phi(\beta x_i)^{y_i} [1 - \Phi(\beta x_i)]^{1-y_i}$$

em que, $y = (y_1, \dots, y_n)$ e $X = (x_1, \dots, x_n)$.

Uma forma alternativa de obter o modelo *probit* é admitir a existência de uma variável latente y^* :

$$y_i^* = \beta x_i + \varepsilon_i,$$

em que, ε_i são variáveis independentes com distribuição normal padrão.

Assumindo que:

$$y_i = 1 \Leftrightarrow y^* \geq 0 \text{ e } y_i = 0 \Leftrightarrow y^* < 0$$

Temos então que:

$$P(y_i = 1 | \mathbf{x}_i) = P(\beta \mathbf{x}'_i + \epsilon_i \geq 0 | \mathbf{x}_i) = P(-\epsilon_i \leq \beta \mathbf{x}'_i | \mathbf{x}_i) = \Phi(\beta \mathbf{x}'_i)$$

Como pode ser observado, essa alternativa ao modelo inicial pode trazer algumas vantagens no que diz respeito à formulação teórica do problema. Em nosso caso, iremos supor, por exemplo, que $y_i = 1$, caso o país em questão seja classificado como *Investment Grade*, e $y_i = 0$, caso contrário. É através desta distinção que se origina a variável latente y^* , não observada diretamente, mas que, no entanto, expressa a propensão de um país adquirir determinada classificação de risco.

5. BASE DE DADOS

Com o intuito de obter informações precisas e sem qualquer tipo de viés mal intencionado, todos os dados utilizados neste trabalho, que contribuíram para a elaboração dos gráficos e tabelas apresentados ao longo do texto, foram extraídos diretamente das principais instituições responsáveis pela elaboração e divulgação dos mesmos. Desta forma, contribuíram para o sucesso deste trabalho instituições como o Fundo Monetário Internacional, o Banco Central do Brasil, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, dentre diversas outras citadas ao longo do texto.

Já em relação às informações utilizadas nas estimativas realizadas, quase todos os dados (com exceção dos brasileiros a partir de 2005, do histórico de *default* e do PIB *per capita* dos países em 2005) foram extraídos do *Moody's Statistical Handbook*, manual publicado anualmente pela *Moody's*, que contempla diversas informações econômicas e financeiras em relação a todos os países avaliados pela instituição. Dentre elas, podemos destacar o PIB *per capita*, a inflação anual, a relação dívida pública bruta/PIB e o índice de vulnerabilidade externa dos países, variáveis que foram utilizadas diretamente nos estudos realizados.

No entanto, por não se tratar de uma base de dados disponível publicamente, infelizmente só tivemos acesso ao exemplar publicado em maio de 2006, que possui apenas informações referentes ao período de 1997 – 2005. No que diz respeito ao histórico de *default* dos países analisados, o terminal *Bloomberg* de informações foi a principal ferramenta utilizada para compor essa base de dados. Já em relação aos dados referentes ao Brasil, nos anos que se seguiram a 2005, e do PIB *per capita* dos países em 2005, estes foram obtidos através das próprias instituições responsáveis pela divulgação dos mesmos, assim como o Banco Central, o IBGE e o FMI. Desta forma, foram utilizados mais de 5.000 dados em painel, referentes a 101 países distribuídos por todo o mundo.

6. ESTIMATIVAS

6.1. INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

As estimativas realizadas nesta monografia tiveram como base o trabalho desenvolvido por Lígia Vasconcellos e José Luiz Rossi Júnior (2006), no qual foram determinadas as principais variáveis responsáveis pelas alterações nas classificações de risco dos países analisados. Neste trabalho, assim como já foi descrito em capítulos anteriores, os autores concluíram que o PIB *per capita*, a inflação, o índice de vulnerabilidade externa, a relação dívida pública bruta/PIB e o histórico de *default* dos países são as variáveis mais relevantes.

No entanto, apesar de fazermos uso das mesmas variáveis independentes utilizadas por Vasconcellos e Júnior (2006), nosso intuito aqui é analisar a evolução da probabilidade dos países (principalmente do Brasil) de alcançar o grau de investimento, ou seja, nosso objetivo é verificar se os países estão, de certa forma, convergindo ou divergindo para obtenção do *Investment Grade*. No caso do Brasil, por exemplo, como será visto com mais detalhes no próximo capítulo, apesar de ter ocorrido uma piora significativa de suas chances de alcançar o grau de investimento em meados de 1999 e em 2002, nos últimos anos o país já vem apresentando certa recuperação.

Tendo em vista os resultados apresentados na tabela abaixo, podemos notar (através da análise do P-Valor⁷) que todas as variáveis selecionadas são estatisticamente significantes a um grau de confiança de 95%, ou seja, todas essas variáveis são relevantes para determinar a probabilidade de um determinado país possuir ou não o grau de investimento. Além disso, os resultados da regressão também demonstram que os sinais dos coeficientes estimados estão perfeitamente alinhados com os fundamentos macroeconômicos.

Como é possível notar pela interpretação dos coeficientes, quanto maior o PIB *per capita* (PIB *per capita*) de um determinado país, maior será sua probabilidade de obter o *Investment Grade*. Por outro lado, quanto mais elevada for a inflação (Inflação), a relação dívida pública bruta/PIB (Dívida/PIB) e o índice de vulnerabilidade externa (IVE), menor será a probabilidade deste país de alcançar o grau de investimento. Além disso, o histórico de *default* também é um fator que pode influenciar negativamente as chances dos países com relação a se tornarem *Investment Grade*.

⁷ O P-Valor representa a probabilidade de cometermos o erro do tipo I, ou seja, rejeitarmos a hipótese nula (H_0), mesmo quando ela for verdadeira.

Tabela 09: Resultados da Regressão do Modelo *Probit*

Probit regression		Number of obs		= 537		
		LR chi 2(5)		= 416,12		
		Prob > chi2		= 0,0000		
Log likelihood = -160,21775		Pseudo R2		= 0,5650		
<i>Investment Grade</i>	Coef.	Std. Err.	z	P > z	[95% Conf. Interval]	
PIB <i>per capita</i>	1,719266	0,168514	10,20	0,000	1,388984	2,049548
Inflação	-4,209690	1,765480	-2,38	0,017	-7,669967	-0,749414
Dívida/PIB	-1,938239	0,368301	-5,26	0,000	-2,660095	-1,216382
IVE	-0,003662	0,000832	-4,40	0,000	-0,005292	-0,002032
<i>Default</i>	-0,918758	0,180912	-5,08	0,000	-1,273339	-0,564176
Const.	-1,361117	1,481124	-9,19	0,000	-1,651412	-1,070822

Outra conclusão que podemos tirar dos resultados apresentados pode ser observada através da análise dos valores críticos da distribuição (z). Como podemos notar, o PIB *per capita* neste caso é a variável que mais contribui para as chances de um determinado país se tornar *Investment Grade*, ou seja, quanto maior seu PIB *per capita*, mais elevada será a probabilidade deste país obter o grau de investimento ($P = 1$). Neste sentido, a relação dívida pública bruta/PIB aparece como sendo o segundo fator mais relevante, de tal forma que uma redução desta relação por parte dos países também aumentaria significativamente as chances de alcançar o grau de investimento.

6.2. ANÁLISE DAS PROBABILIDADES ESTIMADAS

De acordo com os resultados apresentados pelo modelo *probit* estimado, podemos observar uma nítida convergência da maioria dos países rumo à obtenção do *Investment Grade*. Com exceção de uma pequena gama de países, todos os demais vêm aumentando, ou pelo menos mantendo razoavelmente estáveis, suas probabilidades de alcançarem o tão almejado grau de investimento.

A Argentina, por exemplo, representa um dos países contidos no bloco daqueles que apresentaram distanciamento significativo da obtenção do *Investment Grade*. Como podemos observar na Tabela 10, de acordo com o modelo estimado, até o final de 2000 o país vinha apresentando (de certa forma) elevadas probabilidades de ter sua classificação elevada para *Investment Grade*. No entanto, com o início da crise cambial, em meados 2001, e a conseqüente moratória, em 2002, o país literalmente acabou com suas chances de obter o grau de investimentos. A *Moody's*, por exemplo, rebaixou a classificação argentina de Ba3 para Ca, ou seja, o país, que estava a duas notas do *Investment Grade*, passou a deter a segunda pior classificação da agência de risco.

Tabela 10: Evolução do Quadro Argentino

País	Ano	PIB <i>per capita</i>	Inflação	Dívida/PIB	IVE	P
ARGENTINA	1997	12.001	0,3%	34,5%	190%	59,4%
	1998	12.507	0,7%	37,6%	185%	59,6%
	1999	12.145	-1,8%	43,0%	172%	59,2%
	2000	12.185	-0,7%	45,0%	180%	54,7%
	2001	11.836	-1,5%	53,7%	260%	35,5%
	2002	10.535	41,0%	134,6%	334%	0,0%
	2003	11.560	3,7%	138,0%	347%	0,3%
	2004	12.723	6,1%	124,9%	217%	2,9%
	2005	14.512	12,3%	68,4%	192%	25,8%

Fonte: *Moody's Statistical Handbook* e FMI

Elaboração: Autor

No entanto, apesar desta redução abrupta de sua classificação, em 2004 e 2005 a Argentina já vinha apresentando importantes sinais de recuperação. De um ano para o outro, apesar da piora do quadro inflacionário, o país teve avanços significativos em sua razão dívida pública bruta/PIB e no nível do PIB *per capita*, o que foi responsável pela recuperação das chances de alcançar o grau de investimento (mesmo que este ainda esteja muito distante).

Além da Argentina, países como República Dominicana, Uruguai e Venezuela também sofreram impactos negativos sobre suas chances de serem elevados a *Investment Grade* no período de análise (1997 – 2005). No caso da República Dominicana, assim como ocorreu na Argentina, a crise financeira instaurada em 2003, responsável pela falência de diversos bancos nacionais e estrangeiros sediados no país, exauriu completamente as chances de o país ter sua classificação de risco elevada. No entanto, como podemos observar na Tabela 11, ao contrário do que ocorreu na Argentina, a República Dominicana vem apresentando melhoras muito mais significativas de seu quadro econômico e financeiro.

Tabela 11: Evolução do Quadro Dominicano

País	Ano	PIB <i>per capita</i>	Inflação	Dívida/PIB	IVE	P
REPÚBLICA DOMINICANA	1997	5.083	8,4%	27,8%	178%	32,1%
	1998	5.448	7,8%	26,5%	172%	39,3%
	1999	5.871	5,1%	25,0%	151%	53,1%
	2000	6.349	9,0%	21,0%	185%	50,1%
	2001	6.639	4,4%	22,1%	137%	66,5%
	2002	6.947	10,5%	23,3%	316%	33,5%
	2003	7.108	42,7%	40,3%	708%	0,0%
	2004	7.326	28,7%	40,0%	200%	14,6%
	2005	8.327	7,4%	26,4%	110%	75,6%

Fonte: *Moody's Statistical Handbook* e FMI

Elaboração: Autor

O Uruguai e a Venezuela também apresentaram neste período momentos de distanciamento da obtenção do grau de investimento. Tanto um país quanto o outro enfrentaram grandes dificuldades em 2002, em função, principalmente, da Crise Argentina e de seus impactos sobre os demais países da América Latina. Além disso, no caso da Venezuela, a crise política que havia se instaurado no país contribuiu ainda mais para que o mesmo tivesse sua chance de obter o *Investment Grade* reduzida para aproximadamente 1%.

6.3. O CASO BRASILEIRO

No caso do Brasil, assim como ocorreu com nos países citados acima, também houve momentos críticos na história que contribuíram negativamente para que o país melhorasse sua classificação frente às três principais agências de risco (*Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*). O primeiro enfrentado pelo país no período de análise correspondeu à crise cambial de janeiro de 1999, quando o governo brasileiro decidiu pela primeira vez, desde o início de Plano Real (1994), alterar a política de câmbio fixo e desvalorizar o Real frente ao Dólar.

Rapidamente, tendo em vista a fragilidade das contas externas do país, a moeda americana passou a valer mais do que o dobro da moeda nacional, gerando uma forte pressão inflacionária. Isto ocorreu por ser grande parte dos insumos e produtos utilizados no mercado interno fruto de importações. E, com a desvalorização da moeda nacional, todos estes bens se tornam relativamente mais caros, aumentando, conseqüentemente, o valor dos bens finais.

Além desse efeito sobre os preços, como nesta época aproximadamente 23% dívida pública do país ainda era indexada a taxa de câmbio, com a valorização das moedas estrangeiras (principalmente o dólar) houve crescimento significativo no volume da dívida. Desta forma, a desvalorização cambial praticamente dobrou o índice de vulnerabilidade externa do país e fez com que (de acordo com o modelo) a probabilidade de alcançar o *Investment Grade* fosse significativamente reduzida de 19% para 5,1% (Tabela 12).

Não obstante a esse período de turbulência, em 2002 (ano de eleição presidencial), o Brasil enfrentou novamente um longo período de instabilidade. Desta vez, as incertezas quanto ao futuro da economia do país pairavam sobre a figura do então candidato à presidência Luiz Inácio Lula da Silva. Por se tratar de um político que sempre esteve envolvido com movimentos revolucionários esquerdistas e em prol da classe trabalhadora, instaurou-se no mundo uma expectativa de que, ao se tornar Presidente da República, o até então líder do Partido Trabalhista poderia adotar uma série de medidas que iriam de encontro ao interesse dos investidores e dos demais países do mundo.

Uma das principais incertezas nessa época era quanto ao pagamento dos juros da dívida pública. Muitos acreditavam que esta seria a primeira medida tomada pelo novo

governo, o decreto de moratória. Felizmente, ao entrar no poder, o novo governo surpreendeu de forma positiva as expectativas da maioria dos cidadãos. Desta forma, poucas foram as medidas que sofreram alterações da nova equipe econômica, o que permitiu ao país retornar ao seu rumo em direção à estabilidade econômica e financeira.

Como podemos observar na Tabela 12, o modelo estimado através da regressão *probit* captou perfeitamente o efeito de todas essas oscilações da economia brasileira durante o período em questão, sobre a probabilidade de o país alcançar o *Investment Grade*. Desta forma, é importante nos determos a atual trajetória que vem sendo delineada pelo país. Como é possível notar, a partir de 2006, com a significativa redução da dívida externa e o expressivo aumento das reservas internacionais (principalmente em 2007), o Brasil reduziu em muito o índice de vulnerabilidade externa, o que sem dúvida alguma contribuiu para a melhora do quadro brasileiro.

Tabela 12: Evolução do Quadro Brasileiro

País	Ano	PIB <i>per capita</i>	Inflação	Dívida/PIB	IVE	P
BRASIL	1997	6.859	5,2%	42,7%	118%	20,1%
	1998	6.876	1,7%	54,8%	105%	18,8%
	1999	6.935	8,9%	59,0%	206%	5,1%
	2000	7.366	6,0%	64,6%	182%	7,6%
	2001	7.600	7,7%	70,6%	165%	6,5%
	2002	7.776	12,5%	71,4%	145%	5,2%
	2003	7.838	9,3%	76,9%	117%	6,8%
	2004	8.297	7,6%	71,9%	105%	12,1%
	2005	8.745	5,7%	74,8%	144%	11,5%
	2006	9.132	3,1%	70,3%	51%	30,4%
	2007	10.636	3,8%	67,8%	24%	41,5%

Fonte: *Moody's Statistical Handbook*, FMI, Banco Central e IBGE

Elaboração: Autor

Neste contexto, se analisarmos os países que se tornaram *Investment Grade* no período de estudo e as respectivas probabilidades estimadas pelo modelo em questão para esses países no ano em que os mesmos tiveram sua classificação alterada, perceberemos um ponto bastante interessante no que diz respeito a atual chance de o Brasil alcançar o grau de investimento. De acordo com as informações disponibilizadas pela *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*, apenas 15 dos 101 países analisados neste trabalho transitaram entre a classificação de *Investment Grade* e *Speculative Grade*. Destes 15, apenas 2 sofreram *downgrade*, tendo os demais obtido grau de investimento.

Tabela 13: Países Que se Tornaram ou Deixaram de Ser *Investment Grade*

País	Ano
Bahein*	2002
Barbados*	2000
Bulgaria*	2005
Colômbia**	1999
Índia*	2004
Cazaquistão*	2002
Coréia*	1999
Lituânia*	2002
México*	2000
Catar*	1999
Rússia*	2003
Eslováquia*	2001
Tailândia*	2000
Trinidad e Tobago*	2000
Uruguai**	2002

* *Investment Grade*

** *Speculative Grade*

Fonte: *Standard & Poor's, Moody's e Fitch*

Elaboração: Autor

Ponto interessante a ser notado, é que países como México (2000), Rússia (2003) e até mesmo Trinidad e Tobago (2000) possuíam, no ano e um ano antes de obterem o grau de investimento, probabilidades semelhantes às demonstradas pelo Brasil nos últimos anos. Isto demonstra que talvez o país esteja realmente convergindo para obtenção do grau de investimento em um curto espaço de tempo. De acordo com as probabilidades estimadas, se as expectativas para 2007 realmente se concretizarem, o país estará com chances muito próximas as do México e da Rússia, no ano em que estes tiveram suas classificações elevadas.

Tabela 14: Evolução dos Quadros Mexicano, Russo e Trinitino

País	Ano	PIB <i>per capita</i>	Inflação	Dívida/PIB	IVE	P
MÉXICO	1997	7.811	15,7%	25,3%	148%	20,6%
	1998	8.167	18,6%	25,8%	106%	23,3%
	1999	8.447	12,3%	25,7%	118%	33,0%
	2000	9.059	9,0%	23,0%	160%	39,3%
	2001	9.100	4,4%	23,0%	115%	53,7%
	2002	9.146	5,7%	22,5%	93%	55,4%
	2003	9.313	4,0%	23,2%	76%	61,3%
	2004	9.774	5,2%	23,1%	62%	64,5%
	2005	10.625	3,3%	22,6%	55%	73,6%
RÚSSIA	1997	6.000	11,0%	44,3%	256%	3,2%
	1998	5.894	84,4%	55,7%	492%	0,0%
	1999	6.360	36,5%	72,5%	376%	0,0%
	2000	7.086	20,2%	59,8%	147%	2,9%
	2001	7.573	18,6%	47,6%	111%	9,2%
	2002	8.130	15,1%	40,4%	71%	22,3%
	2003	9.033	12,0%	29,6%	63%	42,2%
	2004	9.863	11,7%	21,7%	31%	59,7%
	2005	11.009	11,0%	16,5%	23%	72,6%
TRINIDADE E TOBAGO	1997	7.163	3,7%	54,1%	55%	24,0%
	1998	7.695	5,6%	51,7%	25%	30,4%
	1999	8.134	3,4%	49,0%	19%	40,4%
	2000	8.951	3,6%	44,4%	20%	50,2%
	2001	8.971	3,2%	43,2%	3%	54,3%
	2002	9.599	4,3%	41,3%	4%	58,5%
	2003	10.766	3,0%	37,3%	4%	70,8%
	2004	11.910	5,6%	33,5%	8%	74,9%
	2005	15.180	7,2%	28,0%	2%	87,5%

Fonte: *Moody's Statistical Handbook* e FMI

Elaboração: Autor

Outra questão interessante que devemos perceber através dos resultados do modelo, é a existência de uma possível “rigidez” em relação à perda do grau de investimento. Como podemos observar na Tabela 15, um ano antes de Colômbia e Uruguai perderem suas classificações de *Investment Grade*, o modelo já estimava uma probabilidade muito abaixo da média dos países classificados como grau de investimento. Isto significa que, de acordo com o modelo, tanto um país quanto o outro já deveriam ter sido rebaixados para *Speculative Grade* muito antes disto ter ocorrido efetivamente.

Tabela 15: Países Que Foram Rebaixados à *Speculative Grade*

País	Ano	PIB <i>per capita</i>	Inflação	Dívida/PIB	IVE	P
COLÔMBIA	1997	6.275	17,7%	23,4%	96%	14,6%
	1998	6.233	16,7%	27,6%	114%	12,0%
	1999	5.945	9,2%	38,1%	116%	12,4%
	2000	6.208	8,8%	46,3%	94%	12,5%
	2001	6.363	7,6%	52,5%	105%	11,0%
	2002	6.490	7,0%	59,6%	100%	9,8%
	2003	6.819	6,5%	57,2%	89%	13,6%
	2004	7.121	5,5%	54,0%	103%	16,7%
	2005	7.614	4,9%	54,0%	75%	23,4%
URUGUAI	1997	8.568	15,2%	-	-	-
	1998	8.984	8,6%	-	-	-
	1999	8.827	4,2%	27,5%	391%	15,1%
	2000	8.832	5,1%	32,0%	349%	15,6%
	2001	8.744	3,6%	39,0%	340%	14,1%
	2002	7.769	25,9%	78,7%	547%	0,0%
	2003	8.336	10,2%	92,7%	176%	2,5%
	2004	9.465	7,6%	82,9%	169%	8,0%
	2005	10.843	4,9%	68,5%	153%	24,2%

Fonte: *Moody's Statistical Handbook* e FMI

Elaboração: Autor

7. CONCLUSÃO

Tendo em vista as informações e dados apresentados ao longo deste trabalho, podemos notar que o Brasil vem apresentando uma significativa melhora em seu quadro estrutural e conjuntural. Sem dúvida alguma, o aumento do PIB *per capita* nos últimos anos, a estabilização das pressões inflacionárias, a redução da vulnerabilidade do país em relação a possíveis choques externos mediante a redução da dívida externa e ao acúmulo de reservas e, por fim, a redução da razão dívida/PIB brasileira são fatores que têm contribuído bastante para os recentes avanços do país junto às entidades responsáveis pela classificação do nível de risco.

Dessa forma, apesar de as turbulências enfrentadas pelo país ao longo da crise cambial que se instaurou em meados de 1999 e no período referente ao ano eleitoral do atual Presidente da República, o Brasil parece ter retomado sua trajetória de crescimento equilibrado nos últimos anos. Este fato, por sua vez, como podemos notar através dos resultados apresentados pela regressão do modelo *probit*, tem gerado impactos positivos diretos sobre a probabilidade do Brasil vir a ser considerado pelas agências de risco como um país seguro para realização de investimentos de curto e longo prazo.

Assim como foi possível notar através da comparação com países como México e Rússia, ao que tudo indica, o Brasil já estaria atualmente bem próximo de receber o grau de investimento, tendo em vista o fato desses apresentarem probabilidades similares às do Brasil no momento em que suas classificações foram elevadas de *Speculative Grade* para *Investment Grade*. Este fato nos faz acreditar que, se o país realmente continuar apresentando os avanços conquistados nos últimos anos, há uma significativa chance de que ele venha a obter o grau de investimento dentro de um ou, no máximo, dois anos.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BLÁZQUEZ, Jorge; SANTISO, Javier. México: Is it na Ex-Emerging Market? Cambridge University Press, 2004.

BORIO, Claudio; PACKER, Frank. Assessing New Perspectives on Country Risk. Bank for International Settlements Review, 2004.

CANTOR, Richard; PACKER, Frank. Sovereign Credit Ratings. FRBNY Current Issues in Economics and Finance, 1995.

CANTOR, Richard; PACKER, Frank. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. FRBNY Economic Policy Review, 1996.

COSSET, Jean-Claude; ROY, Jean. The Determinants of Country Risk Ratings. Journal of International Business Studies, 1991.

FEDER, Gershon; UY, Lily. The Determinants of International Creditworthiness and Their Policy Implications. Journal of Policy Modeling, 1985.

FRAGA, Arminio. Latin America since the 1990s: Rising from the Sickbed? The Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, No. 2 (Spring, 2004), pp. 89 – 106.

GAILLARD, Norbert. Moody's Sovereign Ratings: 1918-39 and 1986-2006 Compared. Fondation Nationale Des Sciences Politiques, 2007.

GARCIA, Márcio; SALOMÃO, Juliana. Alongamento dos Títulos de Renda Fixa no Brasil. Departamento de Economia PUC-Rio, 2005.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. World Economic Outlook: Globalization and Inequality. World Economic and Financial Surveys, 2007.

KAMINSKY, G.; SCHMUKLER, S.. Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? George Washington University, 2001.

KLEIN, Alec. Credit Raters Exert International Influence. Washington Post, 2004.

MOODY'S. Moody's Statistical Hand Book. Moody's Investors Service, 2006.

RIGOBON, Roberto. The Curse of Non-investment Grade Countries. Journal of Development Economics, 2002.