

## FINANÇAS E MERCADOS FINANCEIROS

### Determinantes e impactos dos *ratings* soberanos brasileiros

Rafael Camargo de Pauli\*

Karlo Marques Junior\*

**RESUMO** – Nos dias 30 de abril e 29 de maio os títulos da dívida soberana brasileira foram elevados ao grau de investimento por duas grandes agências de *rating*. A literatura empírica sobre o tema aponta o PNB per capita, o crescimento do PNB, a taxa de inflação e a dívida externa líquida, como alguns dos principais fatores determinantes das classificações soberanas. O desempenho econômico recente do Brasil possibilitou esta conquista em meio aos reveses da crise norte-americana. As correlações entre indicadores econômicos e as classificações soberanas para o período de 1994 a 2007 sugerem isto. A instabilidade econômica mundial, entretanto, parece estar atenuando os impactos deste evento. Os diferenciais de juros entre os papéis do governo central e os títulos do tesouro norte-americano voltaram a subir no final de junho.

Palavras-chave: Grau de investimento. Dívida soberana. Mercado de capitais.

#### 1 A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES, OS MERCADOS FINANCEIROS E AS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO

Empresas e governos que necessitam de financiamentos para seus investimentos e gastos devem emitir sinais públicos de que estão aptos a contornar possíveis adversidades financeiras, atraindo mais investidores. Isto tende a reduzir seus custos de financiamento. Por outro lado, os investidores de longo prazo necessitam de informações a respeito dos emissores de títulos para compor carteiras com baixos riscos. Ainda, os sinais dados pelos tomadores de crédito podem ser muito dispersos e pouco críveis na visão dos aplicadores. Esta situação corresponde ao conceito econômico da assimetria de informações, pois os emissores têm sempre mais informações a respeito de suas situações financeiras e disposições a pagar do que os investidores. A “presença de tal assimetria afetará os prêmios exigidos em qualquer operação de crédito e aquisição de títulos financeiros através dos riscos de crédito” (Canuto e dos Santos, 2003. pg. 8).

---

\* Mestrando do Programa de Pós Graduação em Desenvolvimento Econômico (PPGDE) da UFPR e Supervisor geral do Boletim Economia & Tecnologia. Endereço Eletrônico: rafaelcdp@gmail.com.

\* Mestrando do Programa de Pós Graduação em Desenvolvimento Econômico (PPGDE) da UFPR. Endereço Eletrônico: karlomjunior@hotmail.com.

Neste sentido, os custos de informação a respeito dos emissores podem inviabilizar muitos dos investimentos potencialmente rentáveis aos aplicadores. Por outro lado, muitas empresas podem deixar de ter acesso ao crédito devido aos altos custos de se emitir sinais adequados aos credores. Para minimizar esta ineficiência dos mercados financeiros, no início do século XX começaram a surgir as primeiras empresas privadas de classificação de risco como a Moodys e a Standard and Poor's (S&P). Estas agências vêm adquirindo conhecimento e se beneficiando da economia de escala gerada da busca de dados sobre emissores de títulos, o que possibilita a centralização e a redução de custos das informações. Elas se utilizam, geralmente, de uma estrutura analítica capaz de estabelecer, em uma mesma taxonomia, graus de risco para emissões e emissores de dívidas com características distintas. Isto simplifica substancialmente a formulação de critérios para as decisões dos investidores. Abaixo, observa-se uma transposição linear das escalas de classificação de risco das três principais agências: Moodys, S&P e Fitch.

QUADRO 1 – TRANSPOSIÇÃO LINEAR DAS ESCALAS DE RATING

Agência	Grau de Investimento										Grau de Especulação													
S&P	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	SD	D	-
Fitch	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	DD	DD	D
Moodys	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Ca1	Caa2	Caa3	-	-	Ca	C	-
Risco	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24

FONTES: Bhatia (2002, p.8)

Nas colunas mais a esquerda se encontram as classificações de menor risco. Em geral, emissões enquadradas como grau de investimento (dez primeiras colunas), possuem acesso a crédito a custos consideravelmente mais baixos e prazos mais longos.

A Moody's, define o *rating* como sendo: a opinião da empresa sobre a capacidade e vontade de um emissor de fazer pagamentos pontuais num instrumento de dívida tal como um título, durante a vida útil deste. (Moody's, 2006). Ainda, destaca que *ratings* não são recomendações de compra ou venda, nem são uma garantia de que um *default* não irá ocorrer. No caso da Moody's e Fitch, são consideradas tanto a possibilidade de haver o *default*, quanto a severidade esperada das perdas depois que ele ocorra. Já para a Standard&Poor's, a parte referente à severidade da inadimplência é desconsiderada.

Ainda, segundo a Moody's, o *rating* pode ser utilizado pelo mercado de capitais quando os investidores o usam como um auxílio na precificação do risco de crédito em títulos de renda fixa que eles possam comprar ou vender. Muitos também usam *ratings* como limites em seus parâmetros de investimento, e como um meio de expandirem seus horizontes para

mercados ou tipos de títulos que eles não cobrem com as suas próprias análises. Pelo fato de que grandes investidores confiam globalmente nos *ratings*, esses ajudam os emissores de dívida na obtenção de acesso estável e flexível àquelas fontes de capital.

As agências, de uma forma geral, classificam qualquer tipo de dívidas ou obrigações relacionadas aos interesses dos investidores institucionais, sejam, títulos de dívida, debêntures, títulos lastreados por ativos ou hipotecas, títulos de dívida conversíveis, *medium-term notes* e títulos derivativos. Porém, não são atribuídas classificações às ações. Mesmo assim, a classificação de *ratings* seja a uma empresa específica, seja de risco soberano, aparentemente gera algum efeito sobre as oscilações do valor de mercado das empresas classificadas e dos índices das bolsas dos países em que as notas são concebidas, respectivamente. Ainda, as emissões de corporações de um país geralmente recebem uma nota mais baixa do que a nota da classificação soberana. No Brasil, até o final de maio de 2008, por exemplo, segundo a classificação da Standard & Poor's apenas AmBev, Aracruz, CVRD, Petrobras, Votorantin, Bradesco e Itaú, possuíam um *rating* em moeda estrangeira mais elevado do que o governo nacional, BBB contra BBB-. Em moeda nacional, entretanto, nenhuma corporação possuía *rating* superior ao do tesouro, BBB+ (Standard & Poor's, 2008).

Boa parte da literatura econômica a respeito das classificações soberanas se concentra nos seus determinantes, isto é, em quais são os atributos comuns aos governos cujas emissões apresentam baixo risco. Outra parte da literatura analisa os impactos dos *ratings* sobre a procura e os custos das emissões em geral, ou seja, analisa até que ponto as agências podem influir nas decisões dos investidores.

Neste sentido, este artigo se propõe a analisar, com base na literatura sobre o tema e dados empíricos recentes, as relações entre os *ratings* soberanos e indicadores econômicos, bem como seus impactos nos *spreads* e na bolsa de valores.

## 2 CLASSIFICAÇÕES SOBERANAS

As classificações soberanas medem os riscos de emissões de governos nacionais. Elas medem, portanto, os riscos soberanos e não devem ser confundidas com os riscos-país, que dizem respeito a todos os ativos financeiros domésticos, incluindo entidades do setor privado<sup>8</sup> (Fitch, 2007. pg. 1).

Assim, os *ratings* soberanos buscam mensurar especificamente o risco do crédito concedido a Estados soberanos. Para isto as agências usam como parâmetros variáveis

---

<sup>8</sup> Para uma discussão detalhada sobre as diferenças entre risco soberano e risco país ver Claessens e Embrechts (2003).

macroeconômicas, tais como: renda e estrutura econômica, perspectiva de crescimento econômico, flexibilidade fiscal, carga da dívida do governo, passivos contingenciais e fora do orçamento, estabilidade monetária, liquidez externa, endividamento externo do setor público e privado, além dos riscos considerados políticos.

São classificados tanto o devedor quanto uma emissão específica, sendo que tais classificações distinguem-se quanto à origem da moeda de nomeação do título, moeda local ou estrangeira, ou quanto ao prazo da dívida, longo-prazo e curto-prazo. Sendo que este diz respeito às dívidas com vencimento em até um ano.

Segundo a Standard & Poor's, o risco econômico abrange a capacidade do governo de honrar pontualmente suas obrigações, e é uma função de fatores quantitativos e qualitativos. O risco político abrange a disposição do governo soberano a pagar suas dívidas. Esta disposição é uma questão qualitativa que distingue o governo soberano da maior parte dos demais tipos de emissores. Em parte porque os credores dispõem apenas de recursos legais limitados, enquanto um governo pode (e, algumas vezes, o faz) inadimplir seletivamente em suas obrigações, mesmo quando possui a capacidade financeira para honrar pontualmente o serviço da dívida (Standard & Poor's, 2004).

Ainda, a Standard & Poor's afirma que “como a freqüência de inadimplência em dívidas soberanas em moeda local difere significativamente daquela da dívida soberana em moeda estrangeira, ambas são analisadas”. Embora os mesmos fatores políticos, sociais e econômicos afetem a capacidade e a disposição de um governo para honrar sua dívida em moeda local e estrangeira, eles o fazem em graus variados.

A classificação em moeda local diz respeito à habilidade e a disposição de um governo nacional em mobilizar recursos em moeda local para pagar seus débitos pontualmente. Para atribuir uma classificação, neste caso, faz-se necessário examinar a possibilidade que o governo tem de: aumentar a tributação ou cortar seus gastos, levando em consideração o risco de desaceleração da economia e do descontentamento social; dar maior liquidez aos seus ativos, observando o risco de exaustão de recursos para os setores produtivos nacionais; e obter financiamento monetário do banco central, considerando o risco de diminuir a credibilidade da autoridade monetária e provocar aumentos na inflação (Moody's, 2006).

Já as classificações soberanas em moeda estrangeira, levam em conta a capacidade e a disposição dos governos nacionais em honrar suas dívidas denominadas em moedas estrangeiras, o que as faz diretamente relacionadas com os esforços do governo e do setor

privado em mobilizar moeda estrangeira de modo a aumentar a liquidez externa do país. Neste caso, questões como impacto das políticas monetária e fiscal sobre as contas externas, estrutura das contas correntes (diversidade da pauta de exportações, por exemplo), composição dos fluxos de capitais, adequação das reservas, entre outras, têm maior peso no cálculo do *rating*, ainda que muitas das determinantes das classificações em moeda local também sejam consideradas (Standard & Poor's, 2004). Ainda, em países onde a razão entre a dívida externa líquida do setor público e as receitas em conta corrente são elevadas, os *ratings* em moeda estrangeira tendem a ser melhores.<sup>9</sup>

Em última instância, para honrar o serviço de sua dívida em moeda estrangeira, um governo soberano deve obter divisas, geralmente adquirindo-as no mercado de câmbio. Isso pode ser um grande fator restritivo, como demonstra a frequência de inadimplência das dívidas em moeda estrangeira, que é mais elevada que aquela em moeda local.

### 3 DESEMPENHO ECONÔMICO E CLASSIFICAÇÕES SOBERANAS

Embora as agências divulguem os determinantes dos *ratings*, os pesos exatos de cada atributo não são revelados. Isto se deve, em grande parte, ao fato de que muitas das análises envolvem um elevado grau de subjetividade. Assim, de modo a quantificar os determinantes das classificações soberanas, alguns autores têm lançado mão de análises quantitativas que comparam indicadores econômicos tradicionais e *ratings* soberanos.

Cantor e Packer (1996, p. 42), por exemplo, encontraram correlações positivas e estatisticamente significantes entre as classificações soberanas e as variáveis renda per capita, crescimento do PNB e um indicador de desenvolvimento econômico<sup>10</sup>. Por outro lado, observaram correlações negativas entre classificações soberanas e inflação, dívida externa e um indicador de *default*<sup>11</sup>. Os autores utilizaram uma amostra de 49 países para o ano de 1995.

Claessens e Embrechts (2003, p. 14), apresentaram resultados similares, diferindo apenas nos níveis de significância. A tabela abaixo expõe os principais resultados destes trabalhos.

---

<sup>9</sup> Existem inúmeras outras particularidades dos *ratings* soberanos, bem como especificidades entre seus cálculos para diferentes agências. Para aprofundamento no tema, recomenda-se Bathia (2002).

<sup>10</sup> Neste caso, o país foi considerado desenvolvido se era classificado como economia industrializada pelo Fundo Monetário Internacional.

<sup>11</sup> Variável binária: 1 para o país que registrou *default* depois de 1970, 0 se não ocorreu *default* depois desta data.

TABELA 2 – COEFICIENTES DE DETERMINAÇÃO ENTRE RATINGS SOBERANOS E VARIÁVEIS ECONÔMICAS SELECIONADAS

Variável	Cantor & Packer <sup>1</sup> (1996)	Claessens & Embrechts <sup>2</sup> (2003)
Renda per capita	1,242*	0,69**
Crescimento do PNB	0,151***	0,59**
Inflação	-0,611*	-0,60**
Resultado Fiscal	0,073	0,43**
Saldo Balanço de Pagamentos	0,003	0,13
Dívida Externa	-0,013*	-0,35***
Indicador de des. Econômico	2,776*	0,67**
Histórico de <i>default</i>	-2,042*	-0,63**
Nos últimos 5 anos	-	-0,65**

FONTE: Cantor e Packer (1996, p. 42) e Claessens e Embrechts (2003, p. 14).

NOTA: (1) Variáveis regredidas contra a média das classificações de Moodys e S&P; (2) Média dos resultados das regressões para Moodys e para S&P; (\*) significativa a 1%; (\*\*) significativa a 5%; (\*\*\*) significativa a 10%; Os demais valores não se apresentaram estatisticamente significantes. Os indicadores de desenvolvimento econômico e histórico de *default* são os mesmos em ambos os trabalhos (ver notas 10 e 11, página 131).

Já Canuto e dos Santos (2003, p. 28) observaram, com dados de 66 países, que em 2002 todos os aqueles que registraram uma renda per capita abaixo de cinco mil dólares faziam parte da categoria grau de especulação e que as taxas médias de inflação dos últimos cinco anos dos países “grau de investimento” foram inferiores a 10%, sem exceção. O crédito ao setor privado e o grau de abertura comercial e financeira se mostraram positivamente correlacionados com as classificações soberanas, ainda que estas não tenham sido tão fortes quanto as anteriores. Em relação à abertura comercial, o autor afirma que esta correlação ocorre, pois “o setor privado de uma economia aberta usa intensivamente o mercado financeiro internacional”. Isto pode influenciar as demais decisões de política econômica dos governos, influenciando indiretamente os *ratings* soberanos.

Canuto e dos Santos (2003, p. 31) observaram ainda, que os países com dívidas externas líquidas maiores, possuem classificações de risco piores. Segundo o autor, “quanto maior a dívida externa total de um país em relação a sua capacidade de gerar divisas, mais oneroso tende a ser o serviço dessa dívida e maior é o risco de inadimplência do soberano”. Os autores apontam também que

no caso do endividamento público esta relação não é tão clara, mas, de uma maneira geral, os soberanos com “grau de investimento” possuem um estoque da dívida menor do que os soberanos com “grau de especulação”.

Ainda, embora o risco soberano e o risco país sejam definidos e calculados de formas diferentes, eles tendem a apresentar uma alta correlação. Cantor e Packer (1996, p. 43) encontraram coeficiente angular de -0,221, significativa a 1%, entre as variáveis *spreads*<sup>12</sup> (variável dependente), anunciados pela Bloomberg L.P. (que são utilizados como estimativas dos riscos-país), e *ratings* soberanos (variável independente).

Os mesmos autores também investigaram como os *spreads* relativos das emissões que sofreram alterações nos seus *ratings* de Moodys ou S&P, comportaram-se antes e depois do anúncio oficial. Chegaram ao resultado de que, em média, durante os 29 dias anteriores aos anúncios de alta, os *spreads* relativos caíram 3,3 pontos percentuais e durante os 29 dias que precederam os anúncios de baixa na classificação, eles aumentaram cerca de 2 p.p. Os autores também fizeram uma análise do impacto dos anúncios nos *spreads*, um dia antes e um dia depois dos anúncios para 79 países. Encontraram que os anúncios explicaram 63,3% das alterações dos *spreads* nas direções esperadas. Observaram também que alterações de *rating* que levaram uma emissão ao grau de especulação e que foram feitas pela Moodys tiveram maior impacto sobre os *spreads*, ou seja, se a Moodys anunciou que uma emissão estava sendo rebaixada a grau de especulação, seu *spread* relativo teve a maior elevação possível (Cantor e Packer. 1996, p.45).

Em outra direção, um estudo realizado por Gimenes e Famá (2003), para sete países emergentes da América- latina analisou a correlação entre riscos-país e índices de bolsas de valores. Observou-se que, no Brasil, o risco-país medido pelo JPMorgan apresentou uma correlação quase nula com o Ibovespa (-0,0531), além do maior coeficiente de variação dentre os índices das bolsas dos países pesquisados (0,3198 e 0,3326, para Ibovespa e IBX, respectivamente). Estes resultados levam a crer que os impactos das alterações nas classificações soberanas sobre as bolsas de valores seriam relativamente menores no Brasil do que em outros países emergentes da América- latina.

#### 4 ECONOMIA BRASILEIRA E O GRAU DE INVESTIMENTO

No ano passado a economia brasileira apresentou um crescimento real de 5,42%, um percentual elevado em relação aos dos anos anteriores do governo Lula (exceto 2004, que foi de 5,71%). Mesmo que este resultado tenha sido inferior ao de vários países emergentes, ele contribuiu decisivamente para a elevação dos *ratings* soberanos do Brasil. A produto per

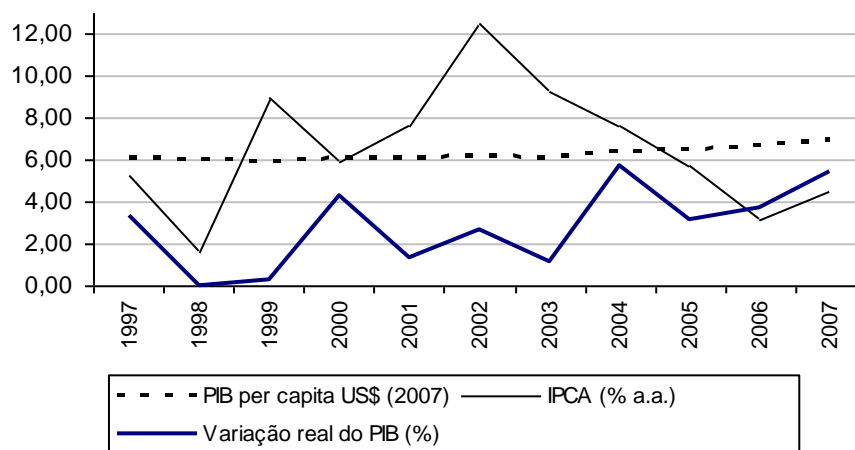
---

<sup>12</sup> Avaliação do retorno de um título, levando-se em conta quantos pontos percentuais seu juro prometido está acima dos juros pagos pelo título de menor risco no mercado, normalmente os títulos do tesouro americano (*Treasure Bill*) de igual prazo. (Fortuna. 2002, p.277)

capita também vem sofrendo elevação, passou de US\$ 6,11 mil em 1997 para US\$ 6,94 mil 2007. A taxa de inflação, por sua vez, medida pelo IPCA apresentou queda significativa a partir de 2002 como mostra o gráfico 1 abaixo.

A partir das evidências encontradas nos trabalhos citados anteriormente, acredita-se que cada um destes três indicadores apresentaram tendências que contribuíram substancialmente na elevação do rating soberano brasileiro.

GRÁFICO 1 – VARIAÇÃO DO PIB E NÍVEL DE PIB PER CAPITA BRASILEIROS – 1997- 2007



FONTE: Elaboração própria. Dados extraídos de IPEADATA.

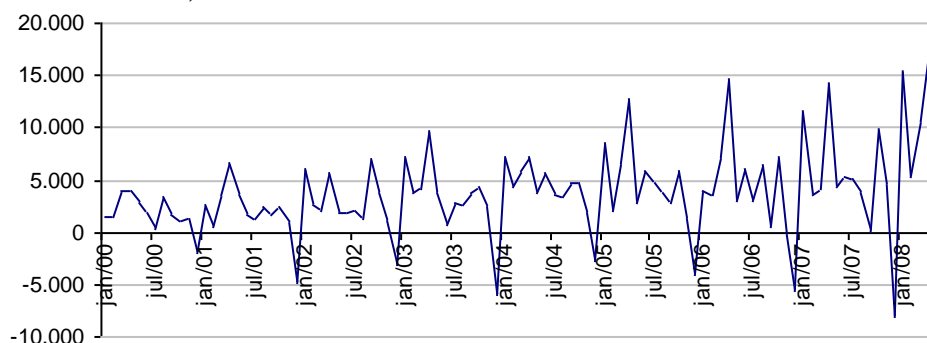
Os resultados primários do governo central como proporção do PIB, por sua vez, têm apresentado tendências ascendentes no período de 1997 e 2008. Em 2007, por exemplo, a razão resultado primário-PIB registrou 2,32% ante os 2,2% de 2006. Contudo, 2004 e 2005 apresentaram resultados superiores, 2,7% e 2,6%. A média dos anos 2002 a 2007 é de 2,38% contra 1,15% da média dos anos entre 1997 e 2001. O resultado do 1º trimestre de 2008 é o maior desde 1997, 4,7% do PIB.

Já a dívida externa líquida apresentou trajetória descendente, tornando-se negativa no 4º trimestre de 2007 (US\$10,854 bilhões), devido, em grande parte, ao crescente acúmulo de reservas internacionais. Desde 1999 a dívida vem caindo.

Esta trajetória só foi possível devido ao bom desempenho dos saldos em transações correntes do balanço de pagamentos, sobretudo, a partir de 2006. Entre 1997 e 2007, o resultado do balanço de pagamentos atingiu seu pico no 2º trimestre de 2007 (US\$ 38,24 bilhões), período anterior a deflagração da crise financeira norte-americana. O gráfico 4 mostra a evolução trimestral do balanço de pagamentos brasileiro.



GRÁFICO 4 - RESULTADO TRIMESTRAL DO BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL (US\$ MILHÕES) – 4º TRIM.1997 – 1º TRIM. 2008



FONTE: Elaboração própria. Dados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) – v1.3.2- Bacen.

Os dados acima sugerem que as variáveis apontadas pela literatura como determinantes das classificações soberanas apresentaram trajetórias favoráveis às elevações dos ratings soberanos brasileiros.

De modo a estabelecer a correlação entre os indicadores econômicos apresentados acima e as classificações soberanas foi construída uma escala numérica da evolução dos *ratings* soberanos brasileiros segundo a S&P, de 1994 a 2007. A tabela 3 abaixo mostra uma transposição linear alternativa àquela proposta por Bhatia (2002). Para que os sinais das correlações fossem comparáveis com os dados da tabela 2 (página 132), a escala é crescente a medida que se aproxima de AAA, a maior classificação da S&P. A tabela também expõe os dados das variáveis utilizadas no cálculo das correlações. A classificação BBB-, não foi incluída, bem como o ano de 2008, pois ainda não há dados disponíveis para os demais indicadores.

TABELA 3 – EVOLUÇÃO DA CLASSIFICAÇÃO SOBERANA BRASILEIRA EM MOEDA ESTRANGEIRA SEGUNDO S&P, TRANSPOSIÇÃO LINEAR E VARIÁVEIS ECONÔMICAS – 1994 – 2008

Descrição	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rating	B	B+	B+	BB-	BB-	B+	B+	BB-	B+	B+	BB-	BB-	BB	BB+
Escala numérica de rating	1	2	2	3	3	2	2	3	2	2	3	3	4	5
PIB (var. real percentual)	5,3%	4,4%	2,2%	3,4%	0,0%	0,3%	4,3%	1,3%	2,7%	1,1%	5,7%	3,2%	3,8%	5,4%
IPCA	916,5%	22,4%	9,6%	5,2%	1,7%	8,9%	6,0%	7,7%	12,5%	9,3%	7,6%	5,7%	3,1%	4,5%
PIB per capita (US\$ mil)	5,8	6,0	6,0	6,1	6,0	5,9	6,1	6,1	6,2	6,2	6,4	6,5	6,7	6,9
Saldo do BP (US\$ bilhões)	7,2	12,9	8,7	-7,9	-8,0	-7,8	-2,3	3,3	0,3	8,5	2,2	4,3	30,6	87,5
Resultado primário do governo central/PIB	-	-	-	-0,3%	0,5%	2,1%	1,7%	1,7%	2,2%	2,3%	2,7%	2,6%	2,2%	2,3%
Dívida externa líquida anual (US\$ bilhões)	88,2	92,3	100,6	130,9	182,3	190,3	190,3	162,7	165,0	151,0	135,7	101,1	74,7	-10,8

FONTE: O autor. Dados: *Rating* e Resultado primário do governo central/PIB foram extraídos do Tesouro Nacional; Inflação, variação real percentual do PIB e PIB per capita extraídos do IPEADATA e o saldo do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil.

As correlações entre as variáveis estão expostas na tabela a seguir.

TABELA 4 – MATRIZ DE CORRELAÇÕES

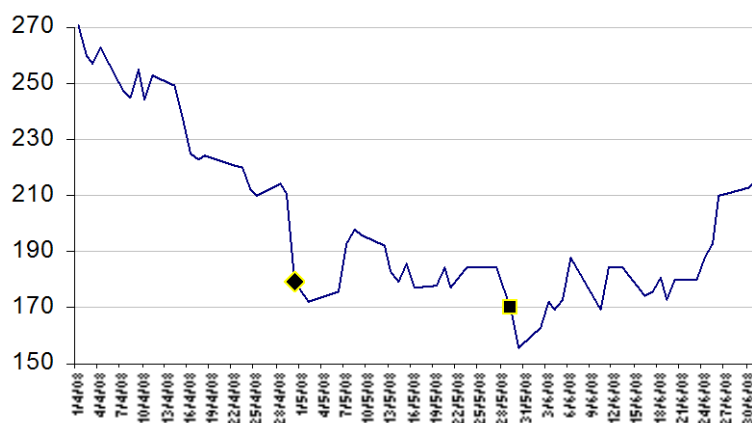
Descrição	Rating	PIB (var. real %)	IPCA	PIB per capita (US\$ mil)	Saldo do BP (US\$ bilhões)	Result. Prim. do gov. central/PIB	Dívida ext. líquida (US\$ bilhões)
Rating	1						
PIB (var. real percentual)	<b>0,176</b>	1					
IPCA	<b>-0,479</b>	0,347	1				
PIB per capita (US\$ mil)	<b>0,881</b>	0,387	-0,380	1			
Saldo do BP (US\$ bilhões)	<b>0,688</b>	0,459	-0,035	0,753	1		
Resultado primário do governo central/PIB	<b>0,042</b>	0,300	0,392	0,465	0,350	1	
Dívida externa líquida anual (US\$ bilhões)	<b>-0,530</b>	-0,614	-0,192	-0,620	-0,861	-0,269	1

FONTE: O autor.

Observa-se que todas as correlações apresentaram os sinais esperados, com destaque para PIB per capita e saldo no balanço de pagamentos. Por outro lado, as correlações entre *rating* e variação do PIB e entre aquele e o resultado primário do governo central, mostraram-se pouco expressivas.

Por fim, é de interesse saber qual foi o comportamento do custo da dívida soberana e do mercado acionário após as elevações da S&P e da Fitch. O gráfico abaixo mostra a evolução do *spread* do Bônus Global República 40, que pode ser considerado um indicador para o custo do crédito do governo. Observa-se que houve uma forte redução do *spread* nas datas dos anúncios das elevações das duas agências, com marcações na linha de tendência. Entretanto, há uma elevação substancial deste no final do mês de junho.

GRÁFICO 5 – SPREAD DO BÔNUS GLOBAL REPÚBLICA 40 (PONTOS BASE SOBRE O TÍTULO DO TESOURO DOS EUA) – 01/04/2008- 30/06/2008

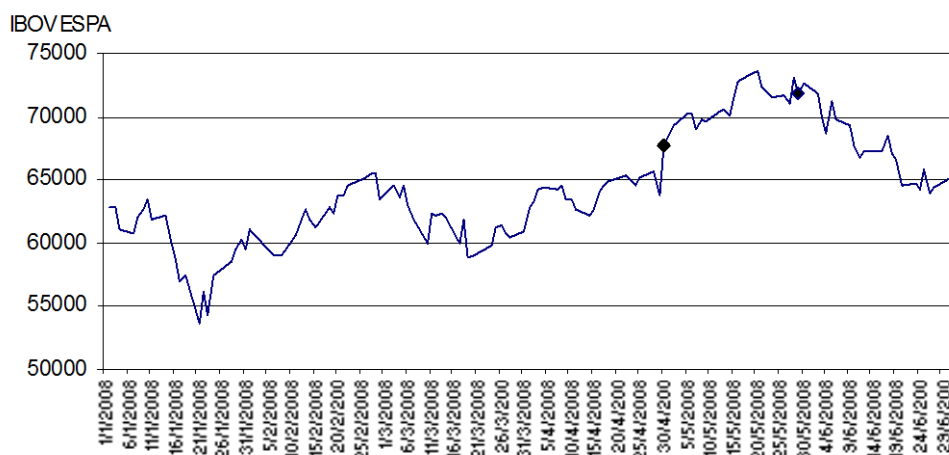


FONTE: Bônus global República (40) – spread. IPEADATA.

O desempenho do Ibovespa também sofreu um impacto forte, mas apenas após o 1º anúncio, feito pela S&P. O anúncio da Fitch parece não ter afetado de maneira expressiva o

índice que passou a cair desde então. No final de junho a bolsa operava em um patamar similar aos que precederam as elevações da dívida soberana. O gráfico abaixo ilustra esta tendência.

GRÁFICO 5 - EVOLUÇÃO DIÁRIA DO IBOVESPA – 01/01/2008 – 29/06/2006



FONTE: Evolução Diária IBOVESPA - BOVESPA..

## 5 CONCLUSÃO

Neste artigo procurou-se analisar as principais determinantes e os impactos mais relevantes das recentes elevações dos títulos da dívida soberana brasileira. Para isto, buscou-se na literatura sobre o tema quais variáveis econômicas mereceriam atenção.

No que diz respeito às causas da elevação, pode-se dizer que todas as aqui analisadas apresentaram os sinais esperados em suas correlações com os ratings, tendo por base os resultados obtidos na literatura. Isto leva a crer que, no mínimo, nenhuma delas retardou as conquistas dos graus de investimentos.

Quanto aos impactos, pode-se dizer que os dados observados na seção anterior confirmam alguns resultados da literatura, em especial, a correlação negativa entre *ratings* e *spreads* (gráfico 4). A relação entre classificações soberanas e índice de bolsa de valores (gráfico 5), embora não tenha sido analisada na seção que apresenta os estudos precedentes a este, coaduna com o fato de que a elevação do rating soberano pode influenciar positivamente o mercado acionário.

Com relação à reversão das tendências iniciadas em fins de julho, pode-se lhe atribuir as novas tensões provocadas pela instabilidade econômica norte americana.

## REFERÊNCIAS

CANUTO, O.; DOS SANTOS, P. F. P.; (2003). **Risco-Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes**. Temas de Economia Internacional. Brasília: Ministério da Fazenda - Secretaria de estudos Internacionais. Disponível em: [http://www.fazenda.gov.br/sain/download/temas\\_economia\\_1.pdf](http://www.fazenda.gov.br/sain/download/temas_economia_1.pdf). Acesso em: 06/2008.

BHATIA, A. V.; (2002). **Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation**. FMI – Treasurer’s Department. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=880211](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=880211). Acesso em: 06/2008.

CANTOR, R.; PACKER, F.; (1996). **Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings**. Nova York: Economic Policy Review, Vol. 2, No. 2, October 1996. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1028774#PaperDownload](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028774#PaperDownload). Acesso em: 06/2008.

CLAESSENS, S.; EMBRECHTS, G. C. M. W.; (2003). **Basel II, Sovereign Ratings and Transfer Risk External versus Internal Ratings**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=386480>. Acesso em: 06/2008.

FORTUNA, E.; (2002). **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. Rio de Janeiro: 15ª edição. Ed. Qualitymark.

GIMENES, C. M.; FAMÁ, R.; (2003). **A correlação entre risco país e índices de bolsa da américa-latina: um estudo exploratório**. Caderno de Pesquisas em administração. São Paulo: v.10, n. 2, p. 39-50. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n2art3.pdf>. Acesso em: 06/2008.

Resultado Fiscal do Governo Central. Brasília: **Tesouro Nacional**. Disponível em: <http://www.stn.fazenda.gov.br/estatistica/index.asp>. Acesso em: 06/2008.

**MOODYS; (2006)**. A Guide to Moody's Sovereign Ratings 2006. Disponível em: [http://www.moodys.com/moodys/cust/qcksearch/qckSearch\\_research.asp?searchQuery=rating%20methodology&startKey=0&frameOfRef=Rating%20Methodology&typeSearch=1&usLineId=7](http://www.moodys.com/moodys/cust/qcksearch/qckSearch_research.asp?searchQuery=rating%20methodology&startKey=0&frameOfRef=Rating%20Methodology&typeSearch=1&usLineId=7). Acesso em: 06/2008.

PIB per capita (preços 2007); Produto interno bruto (PIB): variação real anual; Inflação: IPCA; Bônus global República (40) – spread. Brasília: **IPEADATA**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: 06/2008.

Balanço de Pagamentos. Brasília: **Banco Central do Brasil**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>. Acesso em: 06/2008.

Evolução Diária IBOVESPA. São Paulo: **Bovespa**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. Acesso em: 06/2008.

Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) – v1.3.2 Módulo Público. Brasília: **Banco Central do Brasil**. Disponível em:

<https://www3.bcb.gov.br/expectativa/tmp/seriesdownload/STP-20080704010612719.csv>.  
Acesso em: 06/2008.

Standard & Poor's; (2008). **Lista de Ratings de Emissores América Latina de Standard & Poor's**. Disponível em: [http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.topic/ratings\\_fs\\_ins/2,1,5,0,0,0,0,0,0,4,0,0,0,0](http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.topic/ratings_fs_ins/2,1,5,0,0,0,0,0,0,4,0,0,0,0). Acesso em: 06/2008.

Standard & Poor's; (2004). **Ratings de Crédito Soberano: Principais Conceitos**. Disponível em: <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article/3,2,2,0,1081534428823.html>. Acesso em: 06/2008.

Fitch Ratings; (2007). **Sovereign Rating Methodology**. Criteria Report. Disponível em: [http://www.fitchratings.com/corporate/reports/report\\_frame.cfm?rpt\\_id=346812&sector\\_flag=5&marketsector](http://www.fitchratings.com/corporate/reports/report_frame.cfm?rpt_id=346812&sector_flag=5&marketsector). Acesso em: 06/2008.

