

THIAGO KUNTZE

**GRAU DE INVESTIMENTO: UM SONHO DISTANTE OU UMA REALIDADE
PRÓXIMA.**

Trabalho de graduação apresentado à disciplina
Monografia , do Curso de Ciências Econômicas, 5º
ano, Departamento de Ciências Econômicas, Setor de
Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal
do Paraná.

Orientador: Professor José Luis Oreiro

CURITIBA

2006

TERMO DE APROVAÇÃO

THIAGO KUNTZE

GRAU DE INVESTIMENTO: UM SONHO DISTANTE OU UMA REALIDADE
PRÓXIMA

Monografia aprovada como requisito da disciplina de Monografia, para obtenção do grau de Bacharel no curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:



Professor José Luís da Costa Oreiro
Departamento de Economia, UFPR



Professor Breno Pascualote Lemos
Departamento de Economia, UFPR



Professor Márcio José Vargas da Cruz
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 29 de Novembro de 2006

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	i
RESUMO	ii
INTRODUÇÃO.....	1
1 O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS INTERNACIONAL NO CRESCIMENTO ECONÔMICO	4
1.1 TEORIA NEOCLÁSSICA SOBRE AS VANTAGENS DA LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS	4
1.2 UMA CRÍTICA À TEORIA NEOCLÁSSICA SOBRE A LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS	6
1.3 TEORIA ACERCA DE CONTROLES SOBRE A MOBILIDADE DE CAPITAIS	8
1.4 CONTROLES DE CAPITAIS	9
1.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	11
2 RISCO PAÍS E RISCO SOBERANO: UMA ANÁLISE COMPARATIVA	13
2.1 AGENTES DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO.....	13
2.1.1 Principais Instituições	13
2.2 RISCO PAÍS	15
2.3 RISCO SOBERANO	18
3 RISCO SOBERANO: ANÁLISE DOS CRITÉRIOS ATUAIS DE AVALIAÇÃO E EVOLUÇÃO DESDE A SUA INTRODUÇÃO.....	21
3.1 CRITÉRIOS UTILIZADOS NA AVALIAÇÃO DE RISCO SOBERANO	21
3.1.1 Risco Político	21
3.1.2 Renda e Estrutura Econômica.....	23
3.1.3 Perspectivas de Crescimento Econômico	24
3.1.4 Flexibilidade Fiscal.....	25
3.1.5 Carga da Dívida do Governo	26
3.1.6 Passivos Contingenciais.....	27
3.1.7 Estabilidade Monetária	27
3.1.8 Liquidez Externa.....	28
3.1.9 Carga do Endividamento Externo do Setor Público	29
3.1.10 Carga do Endividamento Externo do Setor Privado.....	30
3.2 COMPORTAMENTO DOS <i>RATINGS</i> DE RISCO SOBERANO DESDE O INÍCIO DA APLICAÇÃO DESSA METODOLOGIA AO BRASIL.....	31
4 O STATUS DA ECONOMIA BRASILEIRA SEGUNDO AS AGÊNCIAS DE AVALIAÇÃO DE RISCO SOBERANO	34
4.1 AVALIAÇÃO DAS PRINCIPAIS AGÊNCIAS DE RATING DE RISCO SOBERANO EM RELAÇÃO A SITUAÇÃO ATUAL DO BRASIL	34
4.1.1.1 Estabilidade Monetária:	38
4.1.1.2 Liquidez Externa:.....	39
4.1.1.3 Carga de Endividamento do Setor Externo:	41
4.1.1.4 Carga da Dívida do Governo:	43
4.1.1.5 Renda e Estrutura Econômica e Perspectivas de Crescimento:.....	45
4.1.2 Pontos Fracos da Economia Brasileira:	45

4.1.2.1 Carga da Dívida do Governo:	45
4.1.2.2 Renda e Estrutura Econômica e Perspectivas de Crescimento:.....	47
4.2 COMPARATIVO COM OUTRAS ECONOMIAS EMERGENTES	49
5 PONTOS FRACOS DA ECONOMIA BRASILEIRA E POSSIBILIDADE DE MELHORIAS	51
5.1 REDUÇÃO DOS GASTOS PÚBLICOS CORRENTES.....	52
5.2 SITUAÇÃO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL	54
5.3 ADEQUAÇÃO DA ESTRUTURA TRIBUTÁRIA	55
5.4 AUMENTO DOS INVESTIMENTOS	60
5.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	61
6 CONCLUSÃO	63
REFERÊNCIAS	65

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 – COMPARATIVO EMBI+ EMERGING MARKETS VERSUS EMBI BRASIL	17
TABELA 1 – CLASSIFICAÇÃO DE RISCO SOBERANO DE ACORDO COM AS TRÊS PRINCIPAIS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO	19
TABELA 2 – EVOLUÇÃO DAS AVALIAÇÕES DE RISCO SOBERANO DO BRASIL SEGUNDO A FITCH – 1994 a 2006	32
TABELA 3 – COMPARATIVO DA EVOLUÇÃO DAS AVALIAÇÕES DE RISCO SOBERANO DO BRASIL – 1994 a 2006	33
FIGURA 2 – EVOLUÇÃO DO NÍVEL DE INFLAÇÃO MEDIDO PELO IPCA – 2000 a 2006	38
FIGURA 3 – EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS DO BRASIL – 2000 a 2005	40
FIGURA 4 – EVOLUÇÃO DA BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA – 2000 a 2005	41
FIGURA 5 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA BRASILEIRA – 2000 a 2006	42
FIGURA 6 – EVOLUÇÃO DA RELAÇÃO DÍVIDA LÍQUIDA E PIB – 2000 a 2006 ..	43
FIGURA 7 – EVOLUÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO – 2000 a 2005	44
FIGURA 8 – EVOLUÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO – 2000 a 2005	47
FIGURA 9 – EVOLUÇÃO DO PIB REAL BRASILEIRO – 1955 a 2005	48
TABELA 4 – COMPARATIVO DOS RATINGS ATUAIS ATRIBUÍDOS À DIVERSAS ECONOMIAS EMERGENTES	49

RESUMO

A escassez de capital é um problema estrutural das economias emergentes. Devido a recente conjuntura econômica internacional de maior liberalização de movimentação de capitais, uma grande fonte de recursos se faz disponível no mercado internacional buscando aplicações que otimizem sua aplicação. Nesse cenário, se torna importante estudar e analisar de que forma os agentes realizam suas decisões de investimento e quais são os critérios utilizados pelos mesmos. Isso se mostra importante para que os países emergentes possam realizar progressos nos pontos de estrangulamento, e assim possam fazer uso dessa abundante fonte de recursos internacionais. O objetivo da monografia é realizar esse estudo através do caso brasileiro, detalhando os pontos de fraqueza da economia e propondo melhorias para que sejam atingidos graus mais elevados de atratividade ao capital estrangeiro.

INTRODUÇÃO

Devido ao advento da globalização¹, as formas como os países interagem entre si, estão sendo alteradas. Cada vez mais, os fluxos comerciais tomam proporções maiores, causando uma maior interdependência entre os países, que ora precisam de consumidores para seus produtos, ora precisam de produtos para sua economia. Aliada a esse movimento de liberalização comercial, ocorre também um movimento de diminuição das restrições à mobilidade de capitais entre nações.

O aumento dos fluxos de capitais internacionais pode ser muito benéfico para países em desenvolvimento. De forma geral, esses países apresentam um problema estrutural comum em suas economias, que impacta diretamente no crescimento econômico, a escassez de capital. Ademais, devido à falta de oferta de capital frente à demanda, os custos de obtenção do mesmo são elevados. Com o aumento do grau de integração dos mercados de capitais, os países emergentes podem vislumbrar uma fonte de recursos com menores custos para fazer frente as suas necessidades de financiamento.

A partir da década de noventa, a economia brasileira tem apresentado gradualmente vários avanços estruturais. Após a moratória decretada em 1987², aconteceram diversas mudanças referentes à liberalização do comércio, combate à inflação, ajuste fiscal, entre outros, os quais melhoraram a percepção externa do Brasil.

Muito embora a economia brasileira tenha apresentado inúmeros pontos de melhora, a percepção das agências de avaliação de risco soberano ainda não é

¹ A globalização é o fenômeno de aumento do nível de integração entre os países em diversos campos, que vão desde a área econômica até a social. Integração essa que foi alavancada pelo barateamento dos custos de comunicação e transporte.

² Moratória declarada pelo governo do Brasil, na qual foram suspensos os pagamentos da dívida externa brasileira. A mesma acabou em 1988.

favorável. Em Junho de 2006, a agência de avaliação de risco Fitch elevou levemente a recomendação de títulos brasileiros de longo prazo, porém essa condição não alterou significativamente a percepção dos investidores estrangeiros, mantendo o Brasil em uma posição não muito atrativa do ponto de vista de seus fundamentos econômicos em comparação a outros países emergentes.

O objetivo da monografia é fazer um estudo atual da economia brasileira, utilizando-se dos critérios de análise das agências de avaliação de risco soberano, com o intuito de avaliar quais são os pontos nos quais o Brasil apresenta fraquezas e analisar se existe possibilidade de melhora. A partir desse ponto será possível visualizar e apresentar quais são os avanços que precisam ocorrer na economia brasileira para que esta deixe de ser considerada um investimento especulativo.

A obtenção do “grau de investimento” seria bastante positiva para a economia brasileira. Entre vários benefícios que podem ser vislumbrados, estão a redução dos custos e das dificuldades de captação de recursos. No caso da iniciativa privada, esses recursos serviriam para implementação de novos projetos e realização de novos investimentos e diretamente através de investimentos estrangeiros diretos. Para o setor público, essa fonte de recursos baratos, poderia ser utilizada para reduzir os custos de rolagem da dívida pública e realizar investimentos em infra-estrutura. Esses pontos serão aprofundados no decorrer da monografia.

Inicialmente no primeiro capítulo, serão demonstradas as diversas facetas acerca do papel do mercado financeiro internacional no crescimento econômico dos países. Posteriormente, serão discutidos os papéis dos controles de capital em relação à movimentação dos fluxos de capitais.

No segundo capítulo serão apresentados os conceitos de risco país e risco soberano. Essa segunda etapa é bastante importante para o entendimento do tema

proposto, pois desmistifica como cada uma dessas formas de risco de crédito é calculada.

Na seqüência, o terceiro capítulo se propõe a detalhar os critérios utilizados pelas agências de *rating* para a avaliação do risco soberano. Como poderá ser visto a partir desse capítulo, o foco de estudo será esse tipo de risco. Finalmente, será realizado um breve histórico da trajetória do risco país, onde serão apresentadas as evoluções dos *ratings* de acordo com as diversas agências.

No quarto capítulo da monografia, será apresentada e avaliada a situação atual da economia brasileira. A partir desse estudo será possível entender o porquê do *rating* atual dos títulos da dívida do Brasil, e isolar os pontos que precisam ser desenvolvidos, afim de que a economia atinja um grau mais elevado de avaliação, podendo eventualmente ser considerada “grau de investimento”. Posteriormente, será feito um comparativo entre o *rating* do Brasil e de outros países emergentes.

No quinto e último capítulo, serão utilizados os pontos fracos da economia brasileira levantados anteriormente, para realizar-se a análise do potencial de melhoria futura. Juntamente, serão apresentadas propostas através das quais o governo pode lançar mão com a finalidade de vislumbrar uma melhora da avaliação de risco do *rating* brasileiro.

1 O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS INTERNACIONAL NO CRESCIMENTO ECONÔMICO

Antes da primeira guerra mundial, a economia global vivia um momento de franca liberalização da conta de capitais. Segundo OBSTFELD (1998, p. 3 - 4) no século XIX, já havia um mercado de capitais que ligava os principais centros financeiros da Europa, hemisfério ocidental, África, Oceania, entre outros.

Mercado esse que se enfraqueceu durante a primeira guerra mundial, e sucumbiu no advento da Grande Depressão³. Nesse período, governos dos mais variados países criaram controles e/ou barreiras à circulação de capitais. Esse movimento conservador só foi revertido a partir da década de sessenta, período que marcou a volta de fluxos de recursos internacionais privados. Desde então, com o aumento da integração entre países e blocos econômicos, o volume de capitais existente no mercado internacional tem aumentado década a década.

1.1 TEORIA NEOCLÁSSICA SOBRE AS VANTAGENS DA LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS

Existem diversas correntes de pensamento acerca das vantagens e desvantagens da liberalização da conta de capitais. Algumas são mais favoráveis a livre movimentação dos recursos internacionalmente, enquanto outras defendem a utilização de controles sobre os capitais visando reduzir a mobilidade dos fluxos de capitais no âmbito global.

³ A Grande Depressão foi uma recessão econômica global que começou em 1929 nos Estados Unidos, foi marcada por uma forte crise no mercado acionário daquele país, de lá se alastrando para o mundo inteiro. O período de recessão perdurou por toda a década de 30.

De acordo com o pensamento econômico neoclássico, favorável a menores controles da conta de capitais⁴, existem vários pontos positivos para os países que adotarem essa política:

- 1) Redução nos custos do Capital: buscando maximizar a rentabilidade dos ativos financeiros, os agentes realizariam uma realocação de *portfolio*, lançando mão de investimentos que apresentam retorno acima da média. Auferindo lucros maiores do que anteriormente, os agentes estariam propensos a poupar ainda mais, visando angariar novos recursos para serem investidos. Esse círculo virtuoso, geraria ao mesmo tempo, maiores taxas de poupança e investimento, estimulando fortemente o crescimento econômico.
- 2) Aumento da Poupança Doméstica: com os fins das barreiras à livre movimentação de capital, o mesmo teria sua alocação otimizada, pois poderia ser empregado onde sua produtividade marginal fosse a mais alta possível. Os investidores obteriam taxas mais elevadas de retorno sobre o capital, fato esse que estimularia um aumento da poupança interna. Devido à escassez estrutural de capital nos países subdesenvolvidos, esses seriam especialmente beneficiados com o fluxo de recursos externos.
- 3) Transferência de Tecnologia e Melhores Práticas: países com mercados de capitais integrados globalmente, atraem volumes mais elevados de Investimentos Diretos Estrangeiros, do que países fechados. Esse tipo específico de investimento é muito benéfico, pois além de gerar crescimento por si só, cria efeitos de “transbordamento”, tanto tecnológicos, quanto de práticas empresariais. Ou seja, a economia de forma geral, se desenvolve utilizando os novos conhecimentos, com ganhos de produtividade e, por consequência, maior crescimento econômico.

⁴ Controles sobre capitais são instrumentos utilizados pelo governo afim de controlar os fluxos de entrada e saída de capital de um determinado país.

4) Desenvolvimento do Sistema Financeiro Doméstico: devido ao aumento do fluxo de recursos, provenientes de uma maior liberação da conta de capitais, os sistemas financeiros locais se tornam mais líquidos. Juntamente a esse fato, a existência de instituições financeiras internacionais atuando em mercados locais, promove um aumento da competição interna, criando um mercado mais sofisticado e de maior qualidade.

Segundo KOSE et alli (2003) existem ainda canais indiretos, pelos quais as nações podem se beneficiar de uma maior abertura no mercado de capitais. Entre os quais vale a pena destacar, os avanços em políticas macroeconômicas e institucionais, os quais os países são levados a realizar, visando criar maior atratividade aos fluxos de recursos internacionais. Complementando a idéia anterior, OBSTFELD (1998) afirma que por receio de ataques especulativos, e conseqüentes aumentos da taxa de juros doméstica, os governantes se sentiriam compelidos a não adotarem políticas populistas tais como reduções bruscas da taxa de juros, aumentos excessivos dos gastos públicos com folha de pagamentos do funcionalismo, entre outras.

1.2 UMA CRÍTICA À TEORIA NEOCLÁSSICA SOBRE A LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS

A corrente de pensamento econômico predominante até a crise dos países asiáticos em 1997, e apoiada pelo Fundo Monetário Internacional na época defendia a plena liberalização da conta de capitais. Na seqüência da subseção, serão apresentados alguns argumentos de autores contrários a essa tese, tais como Joseph Stiglitz, Maurice Obstfeld, entre outros.

1) Aumento da Instabilidade Econômica: uma diminuição dos controles de capitais, levaria a uma maior volatilidade dos fluxos de capitais externos. Em momentos de forte liquidez internacional, esses recursos inundariam os países em desenvolvimento, enquanto que em momentos de recessão, os fluxos

retornariam aos países desenvolvidos. Essa argumentação indica que as crises em países subdesenvolvidos se tornariam ainda mais graves caso houvesse ampla liberdade de movimentação de capitais. Isso se deveria ao fato de que quanto maior a mobilidade dos fluxos de capitais, mais intensas seriam as pressões de desvalorização da moeda local em momentos de volatilidade, aumentando a instabilidade no que se refere ao componente cambial. Portanto, além da redução da demanda externa por produtos nacionais que ocorre em momentos de recessão global, reduzindo a capacidade de geração de divisas, a livre movimentação de capitais entre fronteiras, levaria a uma maior demanda por moeda forte no mercado doméstico, pressionando ainda mais a taxa de câmbio.

2) Perda de Autonomia de Política Monetária: Economias que adotam um afrouxamento das políticas de restrição à movimentação de capitais, perdem um importante instrumento de política econômica. Ou seja, a capacidade de definir paridade cambial em relação a outras moedas e, ao mesmo tempo, determinar a taxa de juros interna afim de atender as metas domésticas. OBSTFELD (1998) afirma que se as economias forem voltadas a objetivos internos, tais como incentivos ao crescimento através da política monetária, é necessário optar ou por mobilidade da conta de capitais, ou por definição da taxa de paridade cambial. Isso fica evidente quando se pensa que em momentos de crise internacional, existe uma fuga de recursos externos das economias emergentes, caso exista uma grande liberalização da mobilidade desses fluxos, e se queira manter uma determinada paridade cambial, se faz necessária uma política de aumento de juros da dívida, afim de reter esses recursos e estabilizar a equação. Em contrapartida, a capacidade de determinar a taxa de juros ótima para o crescimento é neutralizada.

3) Atração de Capital: Segundo STIGLITZ (2000), uma plena liberalização da conta de capitais, não implica necessariamente em aumento do fluxo de

investimentos diretos. O que pode ser amplamente observado é um incremento do fluxo de capitais de curto prazo, geralmente de cunho especulativo, que visam aproveitar as maiores taxas de retorno dos países periféricos. Como esse tipo de capital é bastante volátil, não seria sensato por parte dos governos utilizá-lo para realizar políticas de investimento.

1.3 TEORIA ACERCA DE CONTROLES SOBRE A MOBILIDADE DE CAPITAIS

STIGLITZ (2000) afirma que nos dias de hoje, existe uma teoria bastante desenvolvida em relação a quando a intervenção governamental é benéfica do ponto de vista econômico. Por exemplo, em casos onde há falhas de mercado⁵, assimetrias de informação⁶, entre outros.

O modelo neoclássico de liberalização da conta de capitais se apóia em um pressuposto bastante questionável, a plena disseminação de informações. Na realidade, é de conhecimento comum que informações são um bem precioso, muitas vezes comercializado, e portanto confinados a poucos, deixando assim de ser um mercado de concorrência perfeita.

Após as crises cambiais que se seguiram na década de 90, e foram ainda mais fortes nos países em desenvolvimento, ficou evidente que a abertura da conta de capitais traz junto consigo um fluxo de recursos de curto prazo, os quais são mais maléficos do que benéficos às economias, principalmente dos países emergentes. Os países asiáticos, os quais viviam um momento de franca expansão dos produtos

⁵ Falhas de Mercado são imperfeições e/ou obstáculos que impedem o mercado de atuar de forma eficiente, as mesmas podem ser derivadas de barreiras a livre alocação e disseminação de recursos financeiros, informações, entre outros.

⁶ Assimetrias de Informação ocorrem quando um ou mais agentes econômicos dispõem de mais informação que os outros participantes de um mercado. Caso as informações fossem completamente disseminadas a todos os agentes do mercado, haveria uma redução da incerteza, gerando uma otimização da eficiência da alocação dos recursos nesse mercado.

nacionais nos anos anteriores a 1997, ex post, tiveram visivelmente sua estabilidade minada pela volatilidade dos fluxos de capitais externos de curto prazo.

Devido aos fatos e característica do mercado de capitais supra mencionados, existe uma corrente de pensamento econômico que é a favor da liberalização da conta de capitais, porém acredita que são necessários a existência de controles, a fim de minimizar os efeitos negativos que seriam oriundos de uma plena abertura do mercado de capitais.

1.4 CONTROLES DE CAPITAIS

Segundo STIGLITZ (2000), o debate acerca da conta de capitais se encontra em um novo patamar. A discussão não seria mais em torno da adoção ou não de controles sobre capitais, mas sim em relação a quais seriam os controles mais efetivos e que causassem menos efeitos adversos.

De acordo com a teoria econômica, os instrumentos de política governamental, de forma de geral, que influenciam a livre movimentação de recursos financeiros entre países são considerados controles de capital.

Os controles de capitais podem ser classificados de três formas diferentes: permanentes ou temporários, controles de mercado ou diretos e, finalmente, controles de entrada ou de saída. A primeira forma de classificação refere-se ao prazo de validade dos controles, ou seja, se os mesmos serão utilizados para amenizar algum movimento de curto prazo, ou se serão mantidos indefinidamente devido a causas estruturais.

Como mencionado anteriormente, outra maneira de classificar os controles, refere-se à forma como os mesmos são aplicados. Por exemplo, caso sejam aplicadas restrições que impeçam a movimentação de capitais entre fronteiras, é realizado um

controle direto, caso sejam criados mecanismos para estimular ou desestimular uma maior mobilidade de capitais entre os países, esses instrumentos são considerados controles de mercado.

Finalmente, os controles podem ser caracterizados em relação a que tipos de operação os mesmos objetivam, entrada ou saída de capitais das fronteiras nacionais. Cabe observar que na realidade, os dois controles afetam a entrada e a saída, pois se, por exemplo, é proibida a saída de capitais do país, os investidores externos se sentem compelidos a não injetar mais dinheiro na economia da nação. No caso oposto, quando se regula a entrada de recursos no país, automaticamente se está influenciando o volume de recursos que podem vir a ser retirados do país futuramente.

OREIRO (2006) detalha três principais objetivos da adoção de controles de capitais. O primeiro seria restaurar a capacidade dos governos locais, debilitada pela liberalização da conta de capitais, de utilizar os instrumentos de política econômica visando objetivos domésticos. Por exemplo, quando existe livre movimentação de capitais, o governo perde a capacidade de fixar a taxa de câmbio e determinar livremente a taxa de juros. Isso se deriva do fato de que pequenas variações na taxa de juros vão gerar um grande fluxo de entrada ou saída de capitais, pressionando a taxa de câmbio, e promovendo assim uma valorização ou desvalorização da moeda local.

O segundo ponto seria a diminuição da volatilidade cambial, causada por escassez ou excesso de fluxos de capitais, decorrentes do estado de liquidez internacional. Dessa forma, as pressões de curto prazo sobre a taxa de câmbio seriam reduzidas, reduzindo o nível de incerteza dos agentes decorrente de movimentos bruscos da taxa de câmbio.

Finalmente, a diminuição da fragilidade externa também seria um objetivo bastante importante a ser alcançado. A mesma está associada a pontos onde a economia nacional tende a ser mais afetada durante períodos de crise internacional.

Um indicador relevante nesse caso é o nível das reservas internacionais líquidas de divisas quando comparada às dívidas externas de curto prazo. Nesse caso, é medida a capacidade do país de honrar com seus compromissos externos.

Um dos exemplos mais conhecidos de país que foi bem sucedido na estratégia de adotar controles sobre a movimentação de capital é o Chile. Esse país criou um imposto sobre a entrada de capital de curto prazo, porém o mesmo não afugentou os investimentos estrangeiros diretos.

Outro exemplo digno de análise, é o caso da Malásia, país esse que adotou controles temporários para diminuir a mobilidade da capital. Durante esse período, a Malásia vem aproveitando os instrumentos de política monetária interna e a menor volatilidade para promover reformas internas, visando um fortalecimento e desenvolvimento das instituições e práticas locais.

Em contrapartida, exemplos de países como o Brasil, a Rússia, e grande parte dos Tigres Asiáticos⁷, são modelos de como a falta de controles, pode levar nações a elevados patamares de instabilidade, e até mesmo, crises cambiais.

1.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Fica evidente que uma economia fechada a capitais externos desperdiça uma enorme fonte de recursos para o seu crescimento. Em especial, no caso das economias de países subdesenvolvidos, onde a escassez de capitais para a realização de investimentos é algo palpitante. Portanto, a abertura da conta de capitais se mostra essencial para o desenvolvimento desses países.

⁷ Grupo de países do sudeste asiático que se desenvolveram rapidamente nas décadas de 80 e 90, baseados em um modelo econômico voltado à exportação. Essas economias se utilizavam massivamente de capitais estrangeiros para financiar os investimentos e o crescimento econômico.

Por outro lado, a plena liberalização da conta de capitais, tem como conseqüências o aumento dos investimentos estrangeiros, porém traz consigo um elevado incremento dos fluxos de capitais de curto prazo. Isso gera uma maior instabilidade, principalmente nos países em desenvolvimento, onde o fluxo de capitais internacionais é maior em relação ao sistema financeiro doméstico do que nos países desenvolvidos.

O equilíbrio está em ter uma conta de capitais aberta, porém com controles pontuais para intervir em pontos que possam ser prejudiciais ao país. Por exemplo, controles sobre capitais de curto prazo, são especialmente benéficiais a economia dos países subdesenvolvidos, os quais possuem mercados financeiros menos desenvolvidos e de menor escala. Já no caso de países desenvolvidos, os ganhos referentes a controles de capitais são mais limitados.

É importante observar, que com o passar do tempo, com o desenvolvimento das economias emergentes, alguns controles podem ser extinguidos. Isso levaria o sistema financeiro internacional a novos patamares de liberalização, gerando maiores ganhos para a economia global, porém diminuindo os riscos associados a essa integração.

2 RISCO PAÍS E RISCO SOBERANO: UMA ANÁLISE COMPARATIVA

O segundo capítulo da monografia é subdividido em três seções. Na primeira será apresentado um apanhado geral sobre a estrutura do mercado de classificação de risco de crédito. Na sequência serão apresentados os conceitos referentes a risco país e risco soberano, visando delinear os limites a que se propõe cada uma dessas formas de avaliação, o que se mostrará essencial para o entendimento da sequência da monografia.

2.1 AGENTES DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO

Segundo CANUTO e SANTOS (2003), o elevado número de países que estão fazendo uso do mercado financeiro internacional como fonte de recursos, juntamente com as diferenças estruturais existentes entre os mesmos, inviabiliza, para a maior parte dos investidores, uma análise comparativa entre todos os títulos ofertados. Portanto, muitas vezes as agências de *rating* de risco de crédito se tornam a única fonte de consulta considerada na hora do investidor tomar as suas decisões.

2.1.1 Principais Instituições

Muito embora existam inúmeras instituições que atuam no mercado de avaliação e acompanhamento de riscos de crédito, algumas possuem uma reputação mais elevada que a média. Portanto, suas análises são formadoras de opinião, e ajudam a criar tendências nas avaliações futuras de outras. A lista das mais renomadas instituições do setor é composta pela JP Morgan, Moody's, Standard & Poor's e Fitch.

Em 1895 foi fundada a JP Morgan & Co. por John Pierpont Morgan, especializada em financiar empreendimentos. Na década de 30, a empresa foi forçada

pelo ato Glass-Steagall⁸ a decidir entre ser um banco comercial ou de investimento. A decisão tomada na época foi criar uma nova empresa, a Morgan Stanley, que seria a responsável pela área de investimentos, enquanto que a JP Morgan & Co. se tornaria um banco puramente comercial.

A Standard & Poor's é o resultado de uma fusão entre a Poor's Publishing Company e a Standard Statistics ocorrida em 1941. Enquanto que a primeira foi fundada em 1868, a segunda foi fundada em 1906. No entanto, as duas compartilhavam a mesma missão, que era a de fornecer ao público especializado, dados e informações que ajudassem nas tomadas de decisões de investimento.

A Moody's foi fundada por John Moody em 1900. Nos seus primeiros anos de existência, a empresa se focava em coletar dados quantitativos e qualitativos sobre empresas das mais diversas atividades. Entre elas, bancos, mineradoras, empresas do ramo alimentício e de manufaturas. Em um segundo momento, a Moody's começou a fazer avaliações de risco, até que no ano de 1924, quase que a totalidade do mercado de títulos dos Estados Unidos era coberto pela mesma. A Moody's possui escritórios em 22 países, nos quais emprega em torno de 2.900 profissionais.

Após a crise de 1907⁹, foi fundada a Fitch Ratings em 1913 na cidade de Nova Iorque como Fitch Publishing Company. Inicialmente, a empresa era especializada em prover relatórios com estatísticas financeiras, posteriormente tornou-se uma empresa reconhecida pelos investidores devido à sua capacidade de realizar análises críticas e avaliações de risco. No início do ano de 2006, a empresa possuía 49 escritórios espalhados pelo mundo, onde trabalhavam aproximadamente 1.500 empregados.

⁸ O Ato Glass-Steagall foi um conjunto de medidas implementadas pelo governo dos Estados Unidos, afim de lidar com os problemas econômicos que se seguiram a crise no mercado acionário daquele país em 1929. Uma das medidas foi a separação das atividades de bancos de investimento e bancos comerciais, a qual levou a uma proibição dos bancos estabelecidos de atuarem nas duas atividades.

⁹ A crise de 1907 foi um momento delicado na história dos Estados Unidos. Nesse ano, várias empresas e bancos decretaram falência, devido a dificuldades derivadas da forte diminuição de crédito proveniente do sistema financeiro.

É importante ressaltar que atualmente existe uma importante diferença entre essas instituições, a qual ficará mais evidente na seqüência da monografia. Enquanto que o JP Morgan, como banco de investimentos, é mais reconhecido por suas avaliações de curto prazo, a Fitch, a Moody's e a Standard & Poor's são mais notáveis por suas avaliações estruturais de médio e longo prazo.

2.2 RISCO PAÍS

O risco país mede o *spread* entre a remuneração de ativos sem risco, normalmente são utilizados como base os títulos do tesouro dos Estados Unidos, e os títulos do tesouro do país analisado. Esse spread é a remuneração adicional que os investidores exigem devido à existência de mais riscos.

A existência do risco país é um forte demonstrativo da inexistência de mobilidade perfeita de capitais entre as nações. FRANKEL (1989) afirma que a existência dessa diferenciação entre países desenvolvidos e os outros países deve-se à existência de controle de capitais, risco de moratória, risco de futuros controles cambiais, custos de transação e informação, entre outros. Deve ser adicionada a esse conjunto de variáveis, a percepção de risco dos agentes, em conjunção com o nível de liquidez internacional.

O nível do risco país é bastante importante para os governos emergentes, pois mostra qual é a taxa de retorno que os títulos da dívida terão que pagar para o investidor, para que sejam atrativos. Como pode se observar, variações no risco país têm impacto direto no custo dos governos conseguirem financiamento externo para suas economias.

O indicador mais conhecido de risco país referente a mercados emergentes, é o EMBI+ criado pelo JP Morgan. Esse indicador mede a variação dos preços de ativos dos países em desenvolvimento no mercado secundário. É importante ressaltar que a

situação do mercado secundário, reflete no valor dos ativos emitidos no mercado primário, pois os preços correntes de mercado, servem de balizamento para as novas emissões de títulos.

Vale a pena introduzir sucintamente o conceito de risco soberano na discussão. O risco soberano trata da análise dos fundamentos econômicos dos países para detectar riscos estruturais de moratória da dívida. Na sequência do capítulo, o mesmo será mais detalhado.

O EMBI+ é um indicador que reflete instantaneamente as mudanças de percepção e aversão ao risco dos agentes econômicos. O risco país medido pelo JP Morgan, apresenta um grau de volatilidade relativamente alto, comparado com as avaliações de risco soberano, devido ao fato de além do EMBI+ ser balizado pelas análises estruturais das economias, realizadas pelas agências de avaliação de risco de crédito, também reflete o grau de liquidez internacional do momento.

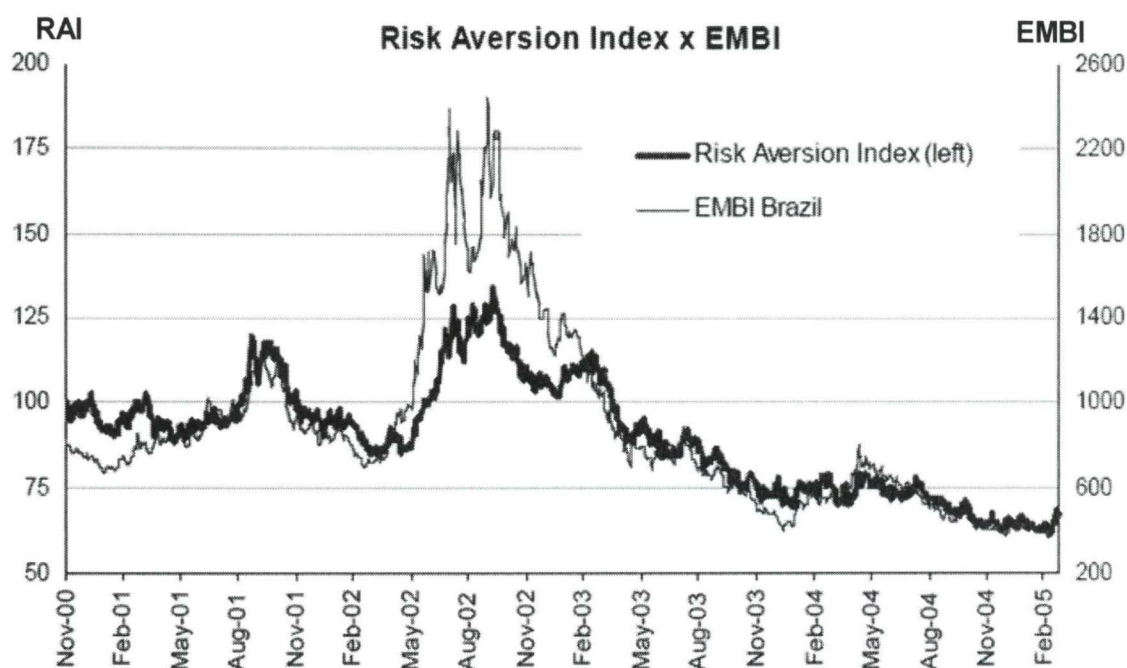
Em momentos de aumento das taxas de juros nas economias centrais, os agentes exigem retornos maiores para realizarem aportes nas economias periféricas. Caso esses movimentos sejam temporários, o EMBI+ tende a se descolar das avaliações de risco soberano no curto prazo. Caso contrário, ambos indicadores tendem a convergir para a mesma direção no médio prazo.

A influência de fatores globais como liquidez internacional e percepção de risco sobre o EMBI+, podem ser facilmente percebidas quando se compara o conjunto dos países emergentes (EMBI+ Emerging Markets) com o EMBI+ Brasil.

BARBOSA e LOUREIRO (2004) afirmam que o prêmio de risco do Brasil é fortemente correlacionado com o prêmio de risco dos demais países emergentes. Isso só se mostra incorreto em momentos de crise interna, como a mudança do regime cambial em 1999 e o ciclo eleitoral de 2002. Vide Figura 1 na página seguinte.

O EMBI+ Emerging Markets é um índice composto por títulos da dívida pública de países emergentes. O pré-requisito para entrar nesse grupo é ter uma classificação de risco igual ou abaixo de BBB+ (Standard & Poor's) ou Baa1 (Moody's). O número de países que compõem o índice varia de acordo com as mudanças das avaliações das agências, porém normalmente gira em torno de 20 países emergentes.

FIGURA 1 – COMPARATIVO EMBI+ EMERGING MARKETS VERSUS EMBI BRASIL



FONTE: ITAÚ BBA

Como pode ser visto na figura anterior, o EMBI é calculado em pontos base. Cada cem pontos equivalem a um *spread* de 1% sobre os títulos do tesouro do governo dos Estados Unidos. Quanto maior o número de pontos atribuídos a um país, maior será o *spread* que o mesmo terá que arcar para conseguir mercado comprador para os seus títulos.

2.3 RISCO SOBERANO

As avaliações de risco soberano visam analisar estruturalmente as economias, estudando detalhadamente dados econômicos, políticos, sociais, entre outros no médio prazo. Esses fatores são levados em consideração afim das agências de classificação de risco soberano terem uma estimativa dos riscos de ocorrência de uma moratória dos títulos da dívida pública.

Os *ratings* são calculados periodicamente, com a finalidade de captar a evolução dos fundamentos dos países. Devido a esse fato, fatores que levam o risco país (EMBI+) a oscilar bastante como variações bruscas de liquidez internacional, só afetam as avaliações de risco soberano se forem persistentes ao longo do tempo.

O risco país (EMBI+) mede basicamente o comportamento efetivo dos agentes nos mercados secundários da dívida pública. Determinando assim a remuneração dos títulos públicos no mercado primário. Enquanto que o risco soberano avalia a estrutura econômica, política e social dos países afim de detectar fraquezas que impeçam os países de honrarem com seus compromissos externos.

Entre várias funções importantes dos *ratings* de risco soberano, vale ressaltar duas. A primeira é que eles servem de base aos investidores a respeito do nível de risco de se investir em títulos da dívida pública dos mais variados países. Juntamente e posteriormente à primeira, servem de parâmetro inicial para análise do risco individual de empresas em determinado país.

As três principais instituições que realizam *ratings* de risco soberano são a Fitch, Standard & Poor's e a Moody's. Na página seguinte segue uma tabela mostrando os graus de classificação segundo cada uma dessas agências.

Como podem ser vistas na tabela, as classificações partem de níveis menores de risco, países considerados “grau de investimento”, descendo para níveis mais baixos, onde os títulos são considerados especulativos, até chegar ao final da tabela, onde as avaliações são de títulos em moratória.

TABELA 1 – CLASSIFICAÇÃO DE RISCO SOBERANO DE ACORDO COM AS TRÊS PRINCIPAIS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO

Fitch	S&P	Moody's	Avaliação
AAA	AAA	Aaa	Grau de Investimento
AA+	AA+	Aa1	Grau de Investimento
AA	AA	Aa2	Grau de Investimento
AA-	AA-	Aa3	Grau de Investimento
A+	A+	A1	Grau de Investimento
A	A	A2	Grau de Investimento
A-	A-	A3	Grau de Investimento
BBB+	BBB+	Baa1	Grau de Investimento
BBB	BBB	Baa2	Grau de Investimento
BBB-	BBB-	Baa3	Grau de Investimento
BB+	BB+	Ba1	Grau Especulativo
BB	BB	Ba2	Grau Especulativo
BB-	BB-	Ba3	Grau Especulativo
B+	B+	B1	Grau Especulativo
B	B	B2	Grau Especulativo
B-	B-	B3	Grau Especulativo
CCC+	CCC+	Caa1	Risco de Moratória
CCC	CCC	Caa2	Risco de Moratória
CCC-	CCC-	Caa3	Risco de Moratória
CC	CC	--	Risco de Moratória
C	C	--	Risco de Moratória
DDD	SD	Ca	Risco de Moratória
DD	D	C	Risco de Moratória
D	--	--	Risco de Moratória

FONTE: Dados Retirados do Site da Fitch, Standard & Poor's e Moody's..

NOTA: Elaboração Própria.

As nomenclaturas variam de agência para agência, porém seguem o princípio mencionado anteriormente.

No terceiro capítulo, os critérios utilizados para avaliação desses *ratings* serão detalhados e explicitados. Dessa forma será possível entender claramente quais são os pontos analisados pelas agências de risco de crédito e com qual finalidade os mesmos são estudados.

3 RISCO SOBERANO: ANÁLISE DOS CRITÉRIOS ATUAIS DE AVALIAÇÃO E EVOLUÇÃO DESDE A SUA INTRODUÇÃO

O foco do presente capítulo é a análise do risco soberano apresentado anteriormente. Para aumentar o grau de entendimento acerca do tema, na sequência do capítulo serão apresentados, os critérios usados para os *ratings*, juntamente com o comportamento histórico dos mesmos até 2006.

3.1 CRITÉRIOS UTILIZADOS NA AVALIAÇÃO DE RISCO SOBERANO¹⁰

Levando em consideração as três principais agências de avaliação de risco soberano, pode se observar que os critérios para a aferição dos *ratings* variam pouco de uma para a outra. Cabe observar que apesar de serem utilizados vários dados quantitativos para análise dos *ratings*, se torna difícil a tarefa de separar os critérios qualitativos dos quantitativos, devido ao fato de serem necessárias projeções futuras para essas estatísticas baseadas em critérios qualitativos.

Na sequência do capítulo, os critérios de avaliação são detalhados. Os mesmos serão principalmente embasados nos da Standard & Poor's, devido ao fato dessa agência disponibilizar mais abertamente os itens analisados. Porém é importante ressaltar que as diferenças entre os critérios avaliados pelas diversas agências são pequenas.

3.1.1 Risco Político

Dentro dos pontos estudados para a análise do risco político, vale a pena destacar seis principais. O primeiro diz respeito à estabilidade e legitimidade das instituições políticas. A esse respeito, um alto grau de estabilidade e legitimidade

¹⁰ A seção a seguir baseia-se em dados extraídos dos sites da Standard & Poor's, Moody's e Fitch.

garante a credibilidade das políticas, diminuindo o viés inflacionário das mesmas, e aumentando a eficiência das iniciativas governamentais.

Outro quesito avaliado é a probidade da sucessão das lideranças, ou seja, como ocorrem os processos de transição entre governos. Quando ocorre um processo de sucessão política bem estruturado, é assegurada a diminuição da incerteza e dos impactos da transição entre governos. Isso também implica na diminuição do tempo necessário e das dificuldades dos novos governos de começarem a implementar suas políticas.

Um terceiro ponto a ser levado em consideração diz respeito à transparência nas decisões e objetivos da política econômica. A transparência das instituições no que se refere à divulgação de decisões econômicas e seus impactos, aliada ao nível de ingerência política, impactam diretamente na eficiência e eficácia das políticas governamentais.

Também se faz necessária a análise do risco geopolítico existente na região onde o país avaliado se encontra. Nesse sentido é grande o peso da situação político-social dos países próximos. Um elevado nível de estabilidade e previsibilidade dos países vizinhos e provavelmente parceiros, diminui bastante a possibilidade de conflitos armados e/ou econômicos, e aumenta as possibilidades de ganhos referentes à integração regional.

A participação popular nos processos políticos é analisada para avaliar o risco político porque quanto maior for essa participação, maior será o nível de engajamento e apoio popular ao governo. Assim sendo, haverá uma facilidade maior na formulação e implementação de novas políticas, aliada à diminuição de riscos de revoltas da população e alteração da ordem social

Finalmente, a situação da segurança pública é estudada afim de vislumbrar as possibilidades de movimentos internos, sejam sociais ou criminosos, de afetarem a ordem social e o pleno funcionamento da economia.

3.1.2 Renda e Estrutura Econômica

Uma área bastante importante na avaliação dos *ratings* trata dos níveis de renda e da forma como a economia avaliada está estruturada. Nessa subseção serão detalhados os principais pontos de análise a respeito dessa área.

Nesse sentido, o nível de prosperidade e diversidade, aliada ao grau pelo qual uma economia é orientada para o mercado é estudado. Nesse quesito, economias que possuem um menor grau de intervenção governamental, permitindo que o mercado trabalhe em maior equilíbrio, estariam em condições de melhor alocação e utilização de seus recursos. Isso se deveria ao fato de que no setor produtivo, os agentes privados são mais eficientes em via de regra do que os agentes públicos. Esse fato se mostra bastante evidente em casos de estatais privatizadas como a Embraer e a Vale do Rio Doce. Nesses casos, após a privatização as companhias alcançaram resultados financeiros significativos.

Outro tópico avaliado é situação da distribuição da renda no país. Em países com alto grau de desigualdade de renda, parte da população se encontra fora do mercado de consumo e de trabalho. Isso gera um ambiente propício para desordens sociais, e aumenta a necessidade de gastos do governo com políticas de transferência de renda para essa população.

A efetividade do setor financeiro na intermediação de recursos, disponibilidade de crédito também se mostra importante para o desenvolvimento das economias. Tanto a facilidade de acesso a crédito, tanto por parte das empresas e governos, quanto por parte dos consumidores, financiando o crescimento do consumo e também dos investimentos.

Os níveis de competitividade e rentabilidade do setor privado não financeiro são outro ponto relevante na avaliação. A existência de um setor privado produtivo

que seja o motor da economia, gerando empregos e renda é vital para o crescimento sustentado da economia.

Além dos pontos já citados, é também estudada a eficiência do setor público. Nesse aspecto, é analisada a forma como ocorre a utilização dos recursos públicos. Ou seja, se os impostos recolhidos pelos governos são utilizados de forma racional e sem desperdícios.

O grau de protecionismo e outras influências contrárias à economia de mercado são avaliados, pois a proteção de setores e/ou indústrias visando a manutenção do status quo existente ou devido a outras razões que diminuiriam a eficiência da economia, prejudicariam a alocação ótima dos recursos e a maximização do crescimento.

O último ponto a ser observado é o nível de flexibilidade da mão-de-obra existente no país. O nível de avanço das legislações trabalhistas, no que se refere à maior flexibilização dos contratos entre empregadores e empregados, facilita a criação de empregos e diminui os custos das empresas. Entre outros pontos positivos, isso gera um ciclo virtuoso nas economias de aumento de emprego, aumento da demanda interna, aumento da oferta e por conseguinte na taxa de emprego.

3.1.3 Perspectivas de Crescimento Econômico

Nessa área são avaliadas as perspectivas futuras de crescimento econômico, baseadas no cenário atual. Essa avaliação foca em dois pontos principais.

O primeiro trata do volume e composição da poupança e do investimento. Isso se deve ao fato da composição e do níveis de poupança e de investimento indicarem a capacidade futura de crescimento do país.

O segundo se refere às taxas e ao padrão do crescimento econômico do país. Em países com elevadas taxas de crescimento econômico a níveis sustentados, existe uma maior possibilidade de graus mais elevados de estabilidade, tanto econômica quanto política.

3.1.4 Flexibilidade Fiscal

Como poderá ser visto na sequência da monografia, o grau de flexibilidade fiscal é bastante importante para o desenvolvimento sustentado das economias. Nessa área existem diversos tópicos abordados pelas agências de risco, entre os quais se destacam os citados abaixo.

A receita e despesa do governo e tendências de déficit/superávit demonstram a qualidade do controle do orçamento governamental. Não necessariamente é preciso um elevado grau de superávit fiscal. Por exemplo, se o déficit fiscal é gerado pelo aumento dos níveis de investimento público, não é visto como negativo porque estará gerando crescimento econômico e renda. Porém se faz necessário um equilíbrio das contas públicas no longo prazo.

O grau de flexibilidade de aumento de receita e sua eficácia. Nesse quesito é avaliada a existência de um sistema tributário eficiente, que tenha uma base ampla, com alíquotas de impostos altas o suficiente para atender os serviços públicos, requisitados pela população, porém baixas o suficiente para não onerar a economia. Juntamente, com a flexibilidade de aumentar a base de cobrança e/ou o nível das taxas de impostos, sem ter dificuldades políticas, econômicas ou constitucionais.

Outro ponto estudado é o nível de eficácia e pressões sobre os gastos públicos. A qualidade dos gastos públicos, juntamente com fatores que criam viés nesses gastos, tais como pressões políticas e corrupção prejudicam a alocação ideal dos recursos nas áreas mais quais são mais importantes de fato.

Finalmente, a situação das obrigações relativas a aposentadorias. Um importante ralo de recursos públicos na maioria dos países se refere aos recursos gastos com a previdência. Nesse sentido, é importante avaliar a relação atual entre as receitas e despesas relacionadas ao pagamento de aposentadorias, juntamente com a previsão futura desse saldo para mensurar os impactos presentes e futuros desses gastos sobre as contas públicas.

3.1.5 Carga da Dívida do Governo

Nessa subseção serão apresentados diversos pontos acerca da carga da dívida do governo. Esses pontos trazem várias indicações bastantes importantes que podem implicar em riscos mais elevados de moratória da dívida.

O primeiro ponto se trata do grau de endividamento bruto e líquido (de ativos) do governo como porcentagem do PIB. Ou seja, o nível de endividamento do governo em relação à riqueza gerada pelo país.

A parcela da receita do governo comprometida com juros da dívida. Esse dado é um importante balizador da capacidade dos governos de honrarem seus compromissos futuros. Aliada a esse fato, quanto maior for a parcela da receita gasta em pagamentos de juros, menor será a parcela disponível para a realização de investimentos.

Outro ponto avaliado é a composição de cestas de moedas e perfil de vencimentos dos papéis da dívida. Ou seja, a qualidade da dívida pública, ou seja, a existência de dívidas de curto ou longo prazo, juntamente com o fato da dívida ser em moeda local ou estrangeira.

Finalmente, a profundidade e amplitude do mercado de capitais local são estudadas. Nesse sentido, quanto mais evoluído o mercado de capitais local, menores tendem a ser as dificuldades e os custos de financiamento da dívida.

3.1.6 Passivos Contingenciais

Outra área de estudo para a avaliação de risco de crédito das economias trata dos passivos contingenciais que existem nas mesmas. Para a análise desses passivos, são apresentados dois pontos principais.

O primeiro diz respeito à robustez do setor financeiro. Quanto menos sustentável o setor financeiro de uma economia, maior a possibilidade da necessidade de um aporte de recursos públicos, afim de manter a estabilidade econômica.

O segundo trata do porte e solidez das empresas não financeiras do setor público. Em economias onde a participação do governo através de empresas estatais, que visam promover políticas públicas e não tem como objetivo primário o lucro econômico, é menor, existem menos possibilidades de serem necessários aportes afim de recuperar e/ ou financiar essas empresas.

3.1.7 Estabilidade Monetária

Outra área bastante importante de avaliação das agências de *rating* se refere ao nível de estabilidade monetária existente na economia. Dentro desse quadro, diversos tópicos são analisados, entre os quais se destacam os apresentados abaixo.

Um tópico importante trará do comportamento dos preços nos ciclos econômicos. Nesse cenário, quanto menor for a inflação, maior será a previsibilidade futura em relação a preços, e por consequência, maior a estabilidade e menor o nível de incerteza dos agentes econômicos.

A expansão monetária e do crédito também é avaliada no contexto da estabilidade monetária. Isso se deve ao fato da promoção da ampliação dos meios de pagamento ter impacto direto nos níveis de inflação.

Um terceiro tópico relevante é a análise da compatibilidade do regime cambial com os objetivos monetários. Portanto, é estudado se a direção do regime cambial adotada está alinhada com os objetivos monetários do governo afim de detectar contradições na estrutura da política econômica adotada.

Aliado aos pontos apresentados anteriormente, são avaliados também fatores institucionais, como a independência do banco central. Por exemplo, no caso da existência de um banco central independente, existe uma indicação clara para os agentes econômicos que os objetivos traçados serão perseguidos, sem influência política.

Para completar os tópicos referentes à estabilidade monetária, é estudada a abrangência e eficiência das ferramentas de política monetária. Em países com mercados de capitais desenvolvidos, as ferramentas de política monetária têm um alcance maior e são mais eficientes

3.1.8 Liquidez Externa

A maioria dos tópicos apresentados até o momento estão relacionados ao fronte interno. Nessa subseção serão mostrados alguns pontos referentes a critérios de avaliação de liquidez externa.

O impacto das políticas monetária e fiscal sobre as contas externas é um dos pontos avaliados. Principalmente, o efeito das políticas governamentais expansionistas ou contracionistas sobre a conta de capitais.

A estrutura das contas correntes é outro tópico que merece atenção. Isso se deve ao fato da estrutura das contas correntes ser um indicador da capacidade do governo de responder a choques e/ou crises internacionais, e reflete a eficiência das políticas econômicas.

Um terceiro ponto de análise tange a composição dos fluxos de capitais de entrada e saída da economia. Nesse caso é realizada uma análise da conta de capitais afim de distinguir investimentos estrangeiros diretos, de capitais especulativos. Os quais são de natureza completamente diferente e possuem efeitos distintos sobre a economia.

Finalmente, a adequação das reservas internacionais é estudada. Esse ponto é bastante relevante porque um nível de reservas adequado a estrutura econômica do país é importante, pois garante divisas para pagamentos externos, e gera a capacidade dos governos de diminuir a volatilidade cambial típica de momentos de crise internacional.

3.1.9 Carga do Endividamento Externo do Setor Público

Nessa nona subseção serão apresentados vários tópicos referentes ao endividamento externo do setor público afim de visualizar quais são as principais áreas nesse campo que afetam os *ratings*.

O primeiro ponto trata do endividamento externo bruto e líquido do setor público, incluindo dívidas estruturadas, como porcentagem das receitas em conta corrente. Esse indicador é bastante esclarecedor sobre a relação entre o total da dívida externa pública, e a capacidade de gerar divisas para arcar com esse passivo (receitas em conta corrente).

Outro ponto de análise é o perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade a flutuações na taxa de juros da dívida pública externa. Essa conjunção de fatores tem impacto direto no montante futuro das obrigações a serem pagas pelo governo.

Um terceiro tópico trata de acesso a financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento para o setor público (*concessional funding*). Isso é relevante pois avalia a capacidade do setor público de obter financiamentos externos através de órgãos como o Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Por último, o nível da carga do serviço da dívida pública é estudado. Esse ponto é importante para analisar o montante dos desembolsos necessários para cobrir os juros da dívida pública.

3.1.10 Carga do Endividamento Externo do Setor Privado

O último conjunto de pontos a serem estudados para avaliação de *rating* trata da carga de endividamento externo do setor privado. Na sequência da subseção serão apresentados diversos tópicos acerca do tema.

O primeiro ponto de análise é o nível de endividamento externo bruto e líquido do setor privado, esse indicador inclui depósitos e dívidas estruturadas, como porcentagem das receitas em conta corrente. Essa análise permite vislumbrar a relação entre o total da dívida externa privada, e a capacidade de gerar divisas para arcar com esse passivo (receitas em conta corrente).

Um segundo ponto se refere ao nível de endividamento externo bruto e líquido do setor privado não financeiro, esse indicador também inclui dívidas estruturadas, como porcentagem das receitas em conta corrente. A partir desse estudo, se pode

visualizar a relação entre o total da dívida externa privada do setor produtivo e a capacidade de gerar divisas para arcar com esse passivo (receitas em conta corrente).

Também é estudado o perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade a flutuações na taxa de juros. Isso se deve ao fato dessa conjunção de fatores tem impacto direto no montante futuro a ser pago pelas empresas.

Outro ponto de análise diz respeito ao acesso a financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento (concessional funding). Ou seja, a capacidade de obter financiamentos externos através de órgãos como o Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Finalmente, é avaliada a carga do serviço da dívida externa privada. Nesse quesito, é vislumbrado o nível dos desembolsos necessários para cobrir os juros da dívida privada.

3.2 COMPORTAMENTO DOS *RATINGS* DE RISCO SOBERANO DESDE O INÍCIO DA APLICAÇÃO DESSA METODOLOGIA AO BRASIL.

Após a apresentação das referências de análise utilizadas pelas agências, é importante visualizar o histórico dos resultados das avaliações de risco. Na sequência do capítulo, poderá ser vista a evolução do comportamento do risco soberano brasileiro, segundo as avaliações da Fitch. O histórico da evolução da estrutura do Brasil, iniciando em 1994, logo após a introdução do Plano Real, até Junho de 2006, pode ser visto na tabela na página seguinte.

Nas classificações realizadas pela Fitch podem-se perceber com bastante facilidade dois movimentos de crise no Brasil. O primeiro em 1999, quando o país teve seu *rating* rebaixado de B+ para B. Esse rebaixamento foi ocasionado pela crise cambial que obrigou a mudança de regime cambial e posteriormente levou a

desvalorização da moeda local. O segundo ocorreu durante o ano de 2002, quando do risco político da eleição de um presidente de ideologia de esquerda, o qual poderia realizar mudanças na política econômica e realizar um governo populista, levou o país a ter o seu *rating* rebaixado por duas vezes.

TABELA 2 – EVOLUÇÃO DAS AVALIAÇÕES DE RISCO SOBERANO DO BRASIL SEGUNDO A FITCH – 1994 a 2006

Mês/Ano	Avaliação
jun/06	BB
out/05	BB-
set/04	BB-
nov/03	B+
jun/03	B
mar/03	B
out/02	B
ago/02	B+
jun/02	B+
jul/01	BB-
set/00	BB-
mai/00	BB-
fev/00	B+
jan/99	B
dez/97	B+
out/95	B+
dez/94	B+

FONTE: Dados Retirados do Site da Fitch.

NOTA: Elaboração Própria.

Em contrapartida, é possível visualizar dois momentos claros de melhora da percepção das agências. O primeiro foi logo após a crise de 1999, quando houve a liberalização do câmbio. Isso permitiu a desvalorização do real em relação às outras moedas, aumentando a competitividade dos produtos nacionais no exterior, realizando um ajuste na Conta de Transações Correntes, que se mostrava deficitária e um equilíbrio de mercado na cotação da moeda.

O segundo momento ocorreu quando da vitória do Presidente eleito em 2002, o mesmo assegurou ao mercado a manutenção das políticas econômicas anteriores, tais como combate a inflação e superávit primário. A consequência disso foi uma forte mudança de percepção de risco futura.

TABELA 3 – COMPARATIVO DA EVOLUÇÃO DAS AVALIAÇÕES DE RISCO
SOBERANO DO BRASIL – 1994 a 2006

Ano	FITCH	MOODY'S	S&P
2006	BB	Ba3	BB
2005	BB-	Ba3	BB-
2004	BB-	B1	BB-
2003	B+	B2	B+
2002	B	B2	B+
2001	BB-	B1	BB-
2000	BB-	B1	B+
1999	B	B2	B+
1998	B+	B2	BB-
1997	B+	B1	BB-
1996	B+	B1	B+
1995	B+	B1	B+
1994	B+	B1	B

FONTE: Dados Retirados do Site da Fitch, Standard & Poor's e Moody's.

NOTA: Elaboração Própria.

Como pode ser visto na tabela acima, a evolução os *ratings* das diversas agências apresenta pouca divergência. O que ocorre, é que algumas atualizam suas avaliações mais regularmente que outras. Na tabela acima foram utilizados os últimos *ratings* disponibilizados pelas agências no ano calendário. Por exemplo, após a crise de 1999, a Standard & Poor's demorou mais tempo para embutir o fim da crise cambial em suas avaliações, só fazendo isso em 2001.

4 O STATUS DA ECONOMIA BRASILEIRA SEGUNDO AS AGÊNCIAS DE AVALIAÇÃO DE RISCO SOBERANO

4.1 AVALIAÇÃO DAS PRINCIPAIS AGÊNCIAS DE *RATING* DE RISCO SOBERANO EM RELAÇÃO A SITUAÇÃO ATUAL DO BRASIL

Desde a última década, a economia brasileira vem apresentando uma série de avanços estruturais visando atingir patamares mais elevados de desenvolvimento. Muitas vezes, medidas tomadas visando atacar debilidades da economia, tiveram efeitos colaterais, prejudicando outras áreas, por isso não se pode analisar somente o impacto positivo das políticas. Nesse contexto, se torna bastante interessante para entender a avaliação atual de *rating* do Brasil, ter uma base histórica sobre as transformações ocorridas no passado, que levaram a situação presente.

Em 1994, com a implementação do Plano Real, o Brasil conseguiu criar uma estabilidade monetária bastante importante para diminuir as incertezas existentes na economia no que se refere ao comportamento futuro dos preços. Isso é um marco histórico por várias razões, cabendo destacar a melhora das condições dos agentes tomarem decisões de investimento num cenário menos volátil.

Por outro lado, a estabilização monetária foi alicerçada em uma âncora cambial. Era necessário que o câmbio fosse mantido valorizado para que os produtores se voltassem mais ao mercado interno, ao mesmo tempo em que a concorrência de produtos importados, criaria maior competição por preços, desestimulando reajustes de preços.

Porém, devido ao fortalecimento da moeda local, ocorreria um efeito adverso de redução de exportações e incremento das importações, afetando o saldo global da balança comercial, e criando pressão sobre o câmbio, devido ao aumento da demanda por moeda forte para financiar o déficit da balança comercial.

Para solucionar o problema de necessidade de moeda forte, a política escolhida foi de atração de capitais, através principalmente, do aumento da taxa de juros doméstica. Isso gerou outras dificuldades internas, como o incremento dos custos de rolagem da dívida pública, e o aumento da própria dívida pública, gerando assim um problema fiscal.

Em suma, o Plano Real obteve muito êxito em relação ao combate da inflação, sendo capaz de estabilizá-la em patamares reduzidos. Em contrapartida, os problemas gerados e/ou desenvolvidos por intermédio das políticas do Plano Real, conforme mencionados anteriormente, foram bastante grandes.

Como mencionado anteriormente, um dos pilares da política de estabilização dos preços era o financiamento da necessidade de moeda forte através de fluxos de capitais externos. Devido às crises ocorridas na Ásia¹¹ e na Rússia¹², ocorreu uma forte redução na liquidez internacional, ou seja, havia menos recursos disponíveis para os países em desenvolvimento, e a custos crescentes.

Essa corrente de acontecimentos impossibilitou o governo brasileiro de manter a política econômica vigente na época. Inicialmente, foram tomadas medidas de redução das reservas externas afim de manter a estabilidade cambial. Posteriormente, a força do fluxo demandante de moeda forte obrigou o governo a realizar a adoção do câmbio flutuante, o que acarretou a desvalorização do Real.

¹¹ A crise mencionada ocorreu na Ásia em 1997, se iniciou na Tailândia, e posteriormente se alastrou para os demais Tigres Asiáticos. Foi em grande parte derivada de uma crise de confiança na capacidade dos devedores honrarem suas dívidas. Isso ocorreu devido a uma série de problemas nos sistemas financeiros dos países e de falências de grandes empresas ocorridas na região. Com o advento da crise, ocorreram sérios problemas nas contas de capital dos Tigres Asiáticos, principalmente devido a fortes reduções dos créditos bancários externos e a retirada de recursos da região.

¹² O clima de aversão ao risco ocasionado pela Crise Asiática, atingiu a Rússia, onde também houve um forte movimento de fuga de capitais. Finalmente, em Agosto de 1998, a Rússia declara a moratória de sua dívida externa.

Com o objetivo de não permitir o retorno da inflação, decorrente do fim da âncora cambial, o governo brasileiro se amparou em um sistema de metas de inflação para manter a estabilidade dos preços. Sistema esse que tem atingido o objetivo ao qual foi proposto.

A partir de 1999, os rumos da economia brasileira mudaram sensivelmente. Com a desvalorização cambial, o setor exportador se tornou mais competitivo novamente, juntamente com a redução do nível das importações, trouxe inicialmente uma maior equilíbrio para a balança comercial. Auxiliando na retomada da atividade econômica.

Devido ao aumento da dívida pública em moeda forte, ou atrelada à moeda forte, ocorrida no início do Plano Real, a economia brasileira teve um grande aumento do valor da dívida pública em reais quando foi realizada a desvalorização da moeda em 1999. Posteriormente, foram necessárias políticas de superávit fiscal primário, afim de estabilizar o valor da dívida em relação ao PIB.

Vale a pena mencionar que o movimento de recuperação da economia brasileira, ocorrido após a crise de 1999, foi interrompido em 2002. Durante esse ano, ocorreram eleições presidenciais no Brasil. Durante o processo eleitoral, ficou bastante evidente a vitória de um candidato da esquerda, o qual por grande parte de sua vida política foi contra políticas econômicas ortodoxas.

Inicialmente, se instalou um clima de instabilidade econômica derivado da possibilidade do novo presidente mudar radicalmente o rumo das políticas econômicas tão logo assumisse o poder. Posteriormente, o próprio candidato que viria a ser eleito presidente anunciou em sua campanha, e reiterou após a sua vitória e subsequente posse, o comprometimento com a manutenção das políticas econômicas vigentes. Através dessa ação, foram dissipados os temores em relação a retrocessos na economia brasileira, o que juntamente com o aprofundamento das políticas econômicas

ortodoxas durante o primeiro ano de governo, criou uma atmosfera de maior estabilidade.

A política econômica atual, não diverge em grau elevado da praticada no final do último governo (1998-2002). O principal fato a ser levantado é que as políticas econômicas adotadas pelo governo atual estão sendo ainda mais ortodoxas que as do período anterior. Isso se mostra bastante evidente por exemplo, no caso das políticas de superávit primário. Após a posse, o governo de Luis Inácio da Silva aumentou ainda mais o nível do superávit visando recuperar a credibilidade acerca da disposição do governo de manter os pagamentos da dívida pública.

Outros pontos de manutenção que podem ser citados são a manutenção do sistema de metas de inflação, a continuidade da implementação de micro reformas visando melhorar o funcionamento da economia, a liberalização da taxa de câmbio, políticas de incentivo as exportações, entre outros.

Na realidade, o principal ponto que está facilitando e alavancando as medidas tomadas pela equipe econômica no passado recente, é a fase de pujança da economia internacional. O Brasil está sendo especialmente beneficiado nesse cenário devido ao alto grau de liquidez internacional, juntamente com um ciclo de aumento de preços das commodities.

A avaliação atual da economia brasileira ainda continua sendo de grau especulativo. Como foi mostrado anteriormente, os *ratings* das agências vem sendo revisados para cima recentemente. Apesar disso, o Brasil ainda não é considerado “grau de investimento”. A avaliação da S&P e da Fitch é de BB, e da Moody’s é Ba3. Dentro do quadro histórico, acima desenhado, podemos ver sucintamente a evolução de vários aspectos da economia brasileira, através dos quais foi criada a situação corrente. Os *ratings* atuais devem-se a vários pontos, cabendo destacar.

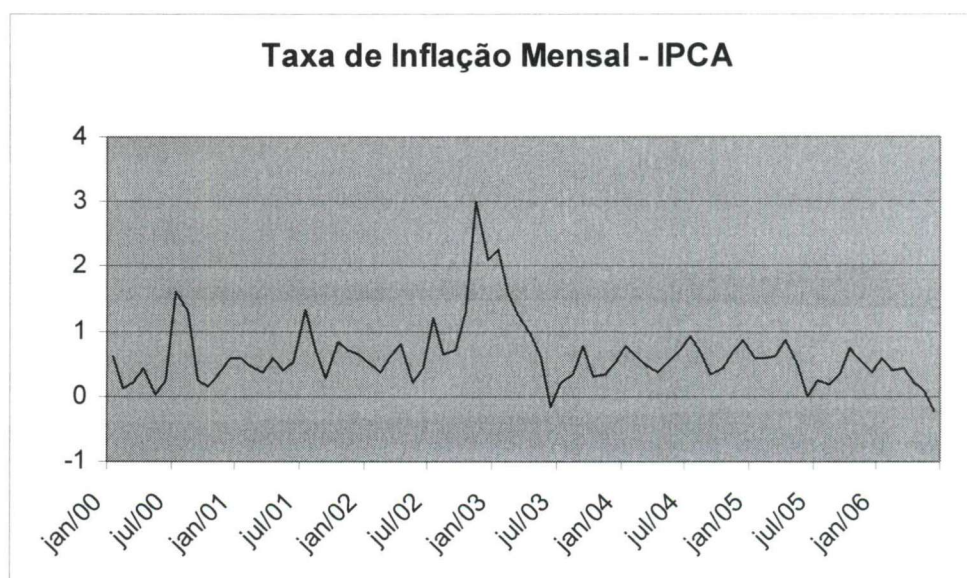
4.1.1 Pontos Fortes da Economia Brasileira:

Na seqüência da seção serão mostrados alguns pontos nos quais a economia brasileira está em um estágio desenvolvido, e que são vistos favoravelmente pelas agências de *rating*.

4.1.1.1 Estabilidade Monetária:

Nesse quesito, o Brasil avançou bastante desde a introdução do Plano Real. Existem dois aspectos principais que influenciam positivamente o *rating*. O primeiro se trata do controle da inflação no passado recente, de um estágio de hiperinflação, os níveis de variação de preços recuaram a patamares de países desenvolvidos. Vide na figura 2 abaixo, o comportamento da inflação no Brasil entre 2000 e 2006.

FIGURA 2 – EVOLUÇÃO DO NÍVEL DE INFLAÇÃO MEDIDO PELO IPCA – 2000 a 2006 – em pontos percentuais



FONTE: Dados Retirados do Site do Bacen.

NOTA: Elaboração Própria.

O segundo ponto, é que apesar de não haver um Banco Central independente no Brasil, o nível de ingerência política sobre o mesmo está em um patamar bastante baixo, o que tranqüiliza os agentes em relação à manutenção das políticas de estabilidade de preços. Isso fica evidente no modelo de metas de inflação, no qual o Banco Central tem seus objetivos determinados pelo Governo, por intermédio do Conselho Monetário Nacional, e então, se utiliza dos instrumentos de política monetária disponíveis, para perseguir suas metas.

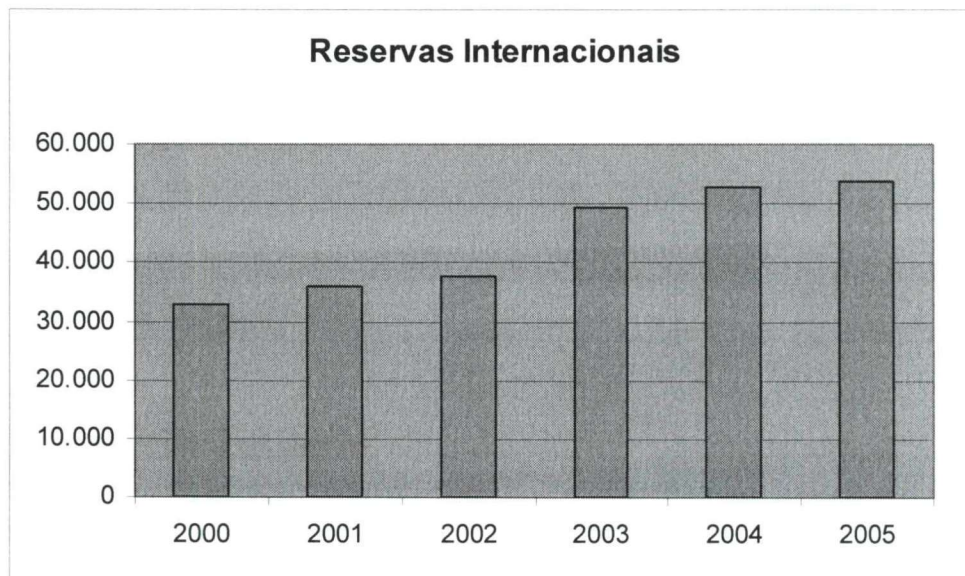
4.1.1.2 Liquidez Externa:

Após a seqüência de choques externos recentes, como a crise da Rússia e a crise da Argentina, iniciados com a crise dos países asiáticos, se mostrou uma necessidade maior da existência de um colchão de segurança para diluir os impactos dessas crises.

Quanto maior forem as reservas de divisas existentes, maior será a estabilidade cambial e financeira. Após a flexibilização do regime cambial em 1999, o Governo Federal vem aumentando as reservas internacionais continuamente. Vide figura 3 na página seguinte, a evolução das reservas internacionais no período entre os anos de 2000 e 2005.

O ano de 2006 também vem se mostrando provisoriamente como um ano de incremento das reservas do governo. Isso pode ser visto através da ação bastante constante do Banco Central no mercado cambial, enxugando a liquidez do mesmo através da compra de moeda forte. Esses recursos são então somados as reservas cambiais já existentes, melhorando a situação do país nesse quesito.

FIGURA 3 – EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS DO BRASIL – 2000 a 2005 – em milhões de dólares



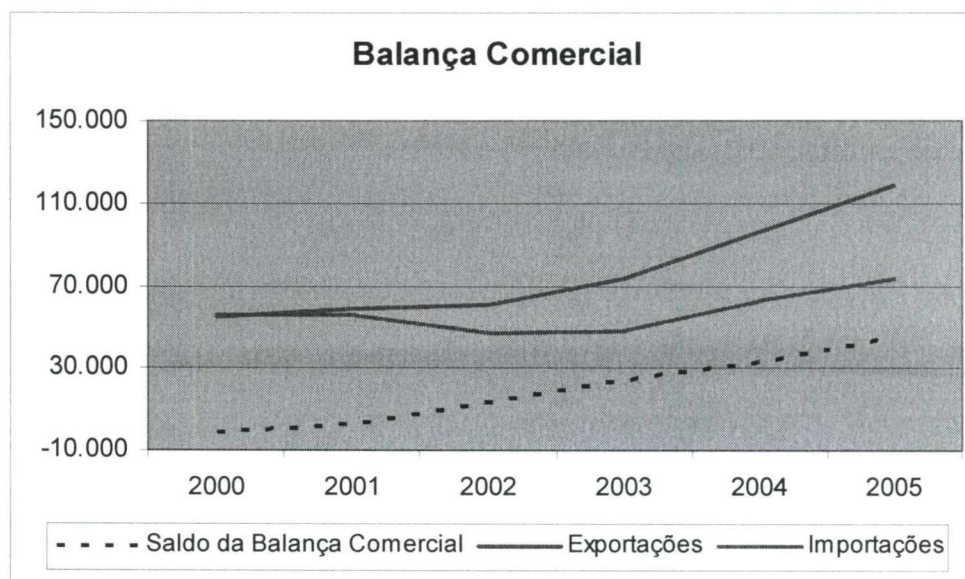
FONTE: Dados Retirados do Site do Bacen.

NOTA: Elaboração Própria.

Aliado a esse fato, o aumento significativo das exportações, que gerou um relevante superávit na balança comercial, elevou a capacidade da economia brasileira de gerar dólares para arcar com seus compromissos em moeda forte. Vide figura 4 na página seguinte.

Como mencionado anteriormente, no segundo governo do presidente Fernando Henrique Cardoso já haviam sido implementadas políticas de incentivo a exportação, as quais foram beneficiadas amplamente também pela desvalorização cambial ocorrida no período.

FIGURA 4 – EVOLUÇÃO DA BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA – 2000 a 2005 – em milhões de dólares



FONTE: Dados Retirados do Site do Bacen.

NOTA: Elaboração Própria.

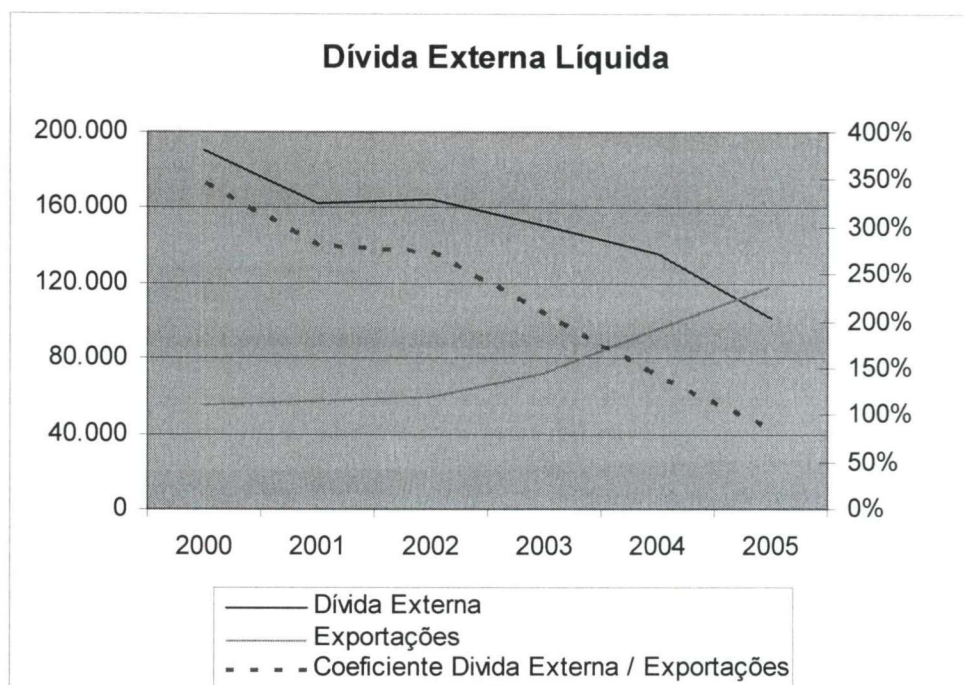
4.1.1.3 Carga de Endividamento do Setor Externo:

De forma geral, nesse quesito, a economia brasileira está muito perto de atingir os patamares de classificação dos países considerados “grau de investimento”. Como pode ser visto no gráfico na página seguinte, o valor da dívida externa líquida vem sendo reduzido, devido ao fato de que os recursos necessários estão sendo tomados localmente, aumentando o papel do mercado de capitais doméstico como fonte de financiamento.

Aliado a esse fato, o aumento das exportações que vem gerando cada vez mais divisas para a economia brasileira. Esses dois fatores montam um cenário onde existe uma redução na demanda por moeda forte e aumento da disponibilidade interna da

mesma, assegurando assim os recursos necessários para o cumprimento com as obrigações externas.

FIGURA 5 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA BRASILEIRA – 2000 a 2006 – em milhões de dólares



FONTE: Dados Retirados do Site do Bacen.

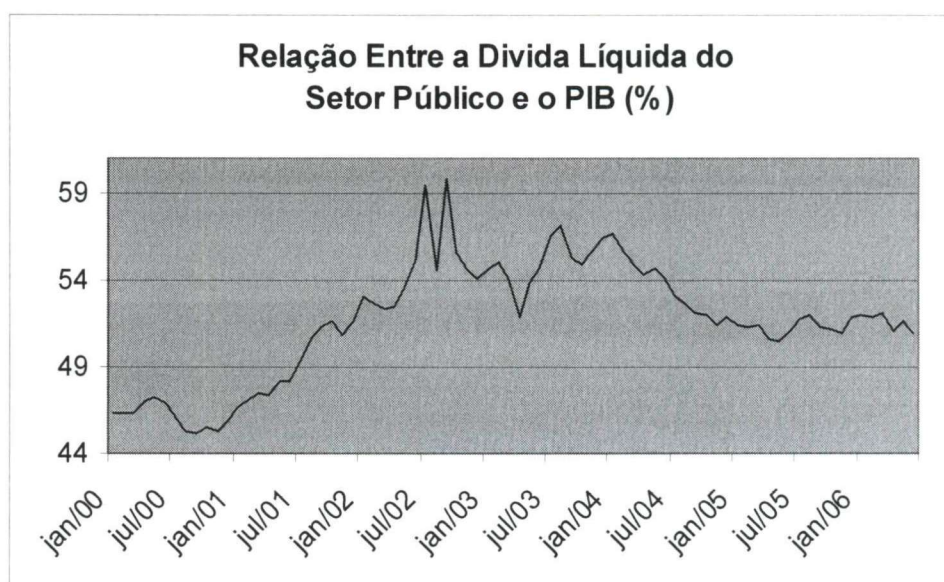
NOTA: Elaboração Própria.

Soma-se a esse fato, a realidade de que tanto a dívida externa privada, quanto a capacidade dos agentes de obter financiamentos externos estão em níveis alinhados às economias consideradas “grau de investimento”. De 2000 para 2005, o Brasil reduziu seu coeficiente de dívida externa líquida sobre as exportações de 3,5 para 0,9, atingindo o mesmo patamar da Coreia do Sul e México, e ficando abaixo do coeficiente apresentado pelo Chile.

4.1.1.4 Carga da Dívida do Governo:

A relação da dívida pública versus o PIB, atingiu um pico histórico nas vésperas das eleições de 2002, chegando no patamar de 59,83%. Após a dissipação das dúvidas em relação às políticas econômicas do novo governo, aliada à fortes superávits primários das contas públicas, o nível da dívida pública, diminui de patamar. Em junho de 2006, o coeficiente dívida / PIB estava em 50,97%, indicando uma estabilização nesse patamar. Vide figura abaixo.

FIGURA 6 – EVOLUÇÃO DA RELAÇÃO DÍVIDA LÍQUIDA E PIB – 2000 a 2006
– em pontos percentuais



FONTE: Dados Retirados do Site do Bacen.

NOTA: Elaboração Própria.

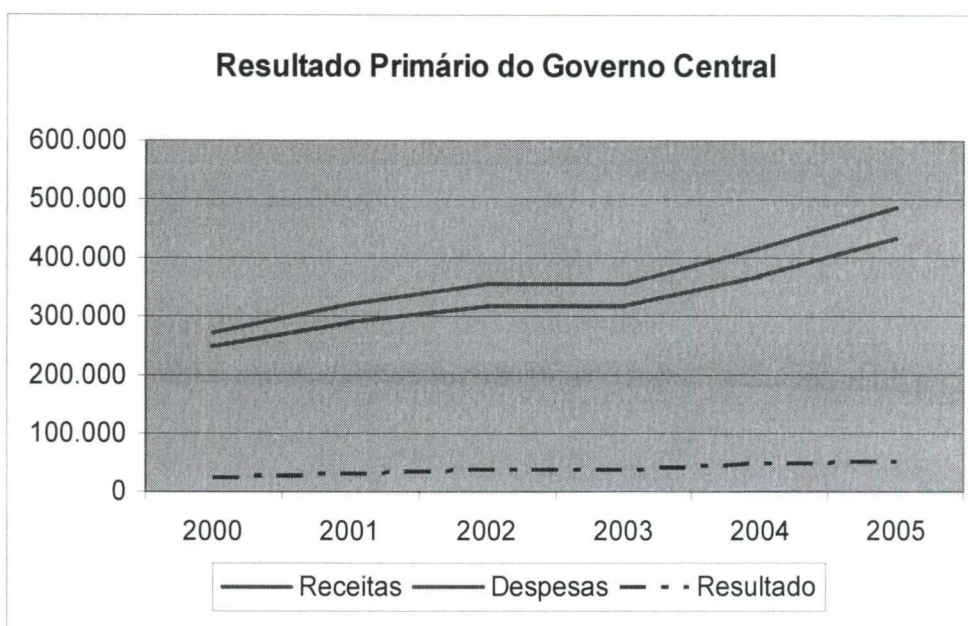
Juntamente, com o controle dos níveis da dívida pública, é importante ressaltar a melhora do perfil da mesma, onde os títulos pré-fixados¹³, tem gradativamente

¹³ Títulos de duração determinada, que são remunerados por uma taxa fixada no momento da compra dos títulos. Assim sendo, o aplicador sabe no momento do investimento, o valor que receberá ao final

aumentado sua participação no total, em detrimento dos pós-fixados¹⁴. Ao mesmo tempo, existe um esforço de diminuição da parcela da dívida interna pública alicerçada em dólar.

Conforme mencionado anteriormente, a manutenção de um resultado superavitário primário nas contas do Setor Público, como pode ser visto no gráfico abaixo, é um dado que pesa muito positivamente na avaliação das agências em relação ao Brasil.

FIGURA 7 – EVOLUÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO – 2000 a 2005 – em milhões de reais



FONTE: Dados Retirados do Site do Bacen.

NOTA: Elaboração Própria.

do prazo de vencimento do título. Da mesma forma, o ofertante também conhece o valor que terá que pagar ao investidor no vencimento.

¹⁴ Títulos nos quais nem o investidor, nem o ofertante do título sabem previamente o valor a ser recebido/pago no vencimento do título. Isso deve-se ao fato da remuneração dos títulos estar ligada a indicadores que flutuam, tais quais a taxa de inflação, a taxa SELIC, entre outros.

4.1.1.5 Renda e Estrutura Econômica e Perspectivas de Crescimento:

Nesse ponto, é visto como favorável ao Brasil, o fato de que as políticas econômicas vêm sendo mantidas, durante os mandatos dos últimos governos, na mesma direção, evitando rupturas e perda de energia. Com isso, gradualmente vem sendo realizadas reformas e mudanças afim de assentar as bases para o crescimento sustentável.

Nesse campo cabem ressaltar, que tanto reformas no nível microeconômico, como a nova lei das falências, quanto reformas macroeconômicas, como a reforma da previdência, ocorreram nos últimos anos. Esses pontos serão retomados no quinto capítulo.

4.1.2 Pontos Fracos da Economia Brasileira:

Apesar de existirem vários pontos nos quais a economia brasileira vem apresentando bons resultados, ainda existem pontos críticos que emperram o desenvolvimento econômico.

4.1.2.1 Carga da Dívida do Governo:

Recentemente, o coeficiente de relação entre a dívida pública e o PIB foi estabilizado. No entanto, existe outro fator complicador, o custo financeiro da mesma. Como mencionado anteriormente, várias medidas estão sendo tomadas com a finalidade de melhorar o perfil da dívida, porém essa continua com um perfil ruim, com um nível baixo de títulos pré-fixados e de longo prazo.

Esses fatores são negativos, pois em momentos de crise os custos da dívida pós-fixada aumentam acompanhando a taxa de juros. Aliada a esse fato, ocorre o vencimento de títulos de curto prazo, os quais têm que oferecer uma remuneração

elevada para atrair novos investidores, e mesmo assim em alguns casos não conseguem ser negociados. Ou seja, no pior momento existe uma pressão adicional de aumento de gastos com pagamento dos juros e às vezes até do montante principal da dívida.

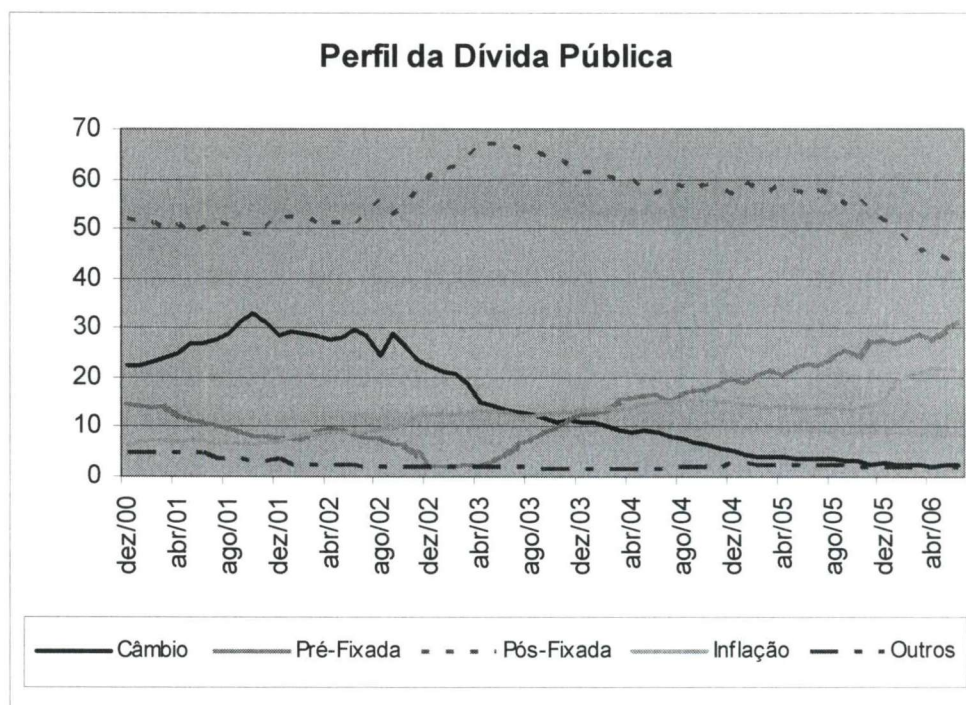
Como pode ser visto na figura 8 na página seguinte, a participação dos títulos pós-fixados que atingiram um pico de 67,7% em Abril de 2003, recuou para 42,5 % em Junho de 2006. Enquanto que os títulos pré-fixados, que chegaram a representar somente 1,9% do total da dívida, atingiram o valor de 31,5 % em junho último.

O movimento mencionado acima, é benéfico para a economia, porém como pode ser visto no gráfico na página seguinte, é um processo lento e gradual, que precisa ser mantido e aprofundado para que o custo da dívida pública seja menor, e a mesma seja menos volátil a choques que afetem a taxas de juros local, e por consequência, os título pós-fixados.

Cabe ressaltar, que o elevado custo de rolagem da dívida pública, vem criando um problema fiscal muito grave para o governo. Devido a grande necessidade de recursos para pagar os juros da dívida, boa parte da receita fiscal é direcionada a esses pagamentos. Em 2005, os desembolsos com juros da dívida totalizaram R\$ 157.1 bilhões. Junte-se a isso, a má administração dos recursos públicos, se forma um cenário que restringe fortemente a capacidade do governo de realizar investimentos e destinar recursos para outros objetivos.

Em um país tão carente de recursos nas mais diversas áreas, como educação, saúde, segurança pública, infra-estrutura de transportes, energia, entre outros, o problema fiscal se torna ainda mais grave.

FIGURA 8 – EVOLUÇÃO DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA – 2000 a 2005 – em pontos percentuais



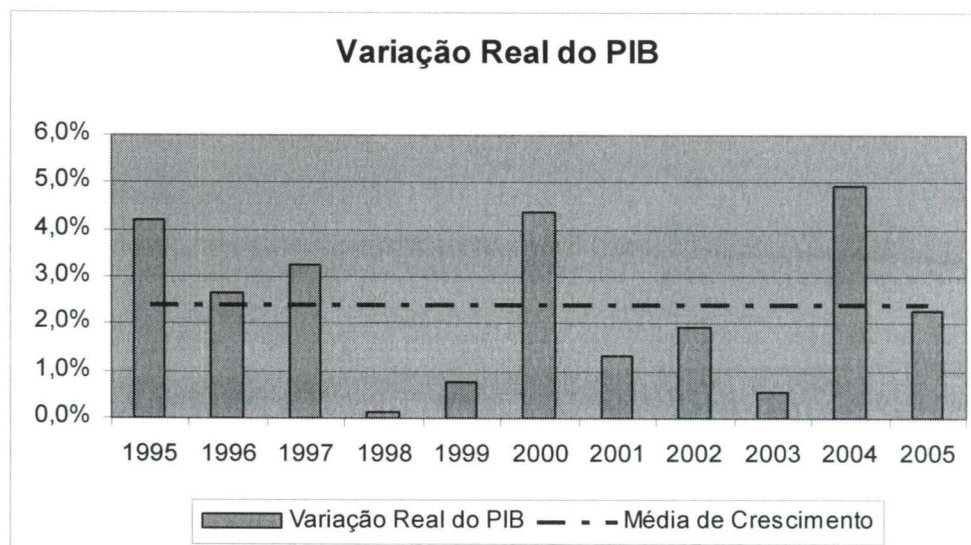
FONTE: Dados Retirados do Site do Bacen.

NOTA: Elaboração Própria.

4.1.2.2 Renda e Estrutura Econômica e Perspectivas de Crescimento:

No que se refere às taxas de crescimento econômico, o Brasil é visto com uma percepção negativa por parte das agências de risco. No período compreendido entre 1995 e 2005, o crescimento médio anual do PIB foi somente de 2,4%. Como pode ser visto no gráfico 9 na página a seguir, não existe um crescimento sustentado contínuo, mas sim surtos de crescimento, seguidos por momentos de desaceleração econômica.

FIGURA 9 – EVOLUÇÃO DO PIB REAL BRASILEIRO – 1955 a 2005 – em pontos percentuais



FONTE: Dados Retirados do Site do Bacen.

NOTA: Elaboração Própria.

Como mencionado anteriormente, o Brasil evoluiu bastante nos últimos anos no fronte externo, com aumento de exportações, reservas internacionais, entre outros. No entanto, o país ainda é considerado pouco internacionalizado. As exportações, embora crescentes, estão em patamares baixos comparadas ao PIB, no ano de 2005, esse índice ficou em 14,9%. No caso de países como a China e a Coreia do Sul, em 2005 esse índice se encontrava em níveis bastante superiores ao brasileiro, cerca de 37% do PIB. No caso do México, no mesmo período, a relação era de aproximadamente 28% do PIB.

4.2 COMPARATIVO COM OUTRAS ECONOMIAS EMERGENTES

Na subseção anterior, foram demonstradas as forças e fraquezas da economia brasileira que determinam a sua avaliação atual. Nessa subseção, o *rating* atual do Brasil será comparado ao de outras economias emergentes.

TABELA 4 – COMPARATIVO DOS *RATINGS* ATUAIS ATRIBUÍDOS A DIVERSAS ECONOMIAS EMERGENTES

País	S&P
África do Sul	BBB+
Argentina	B
Bolívia	B-
Brasil	BB
Chile	A
China	A-
Índia	BB+
Coréia do Sul	A
Malásia	A-
México	BBB
Rússia	BBB
Uruguai	B
Venezuela	BB-

FONTE: Dados Retirados do Site da Standard & Poor's.

NOTA: Elaboração Própria.

Como pode ser visto na tabela acima, o Brasil está avaliado em nível inferior à média dos países emergentes comparados. Existem diversos países que apresentaram evoluções significativas no passado recente e, portanto, podem e devem ser modelos a serem seguidos e almejados.

Na América Latina, o Chile e o México são os únicos dois países considerados grau de investimento. O Chile é um excelente exemplo de uma economia que se reformou e desenvolveu, e hoje apresenta patamares invejáveis de qualidade de vida, renda, entre outros. Após vários avanços, dentre eles, a autonomia do Banco Central.

reformas no mercado financeiro e de capitais, ajuste das contas públicas, o país se tornou percebido positivamente pelas agências de risco.

O México, aproveitou-se de sua proximidade geográfica com a maior economia do mundo, e utilizou esse fato para alavancar seu desenvolvimento. Um ponto importante que pesa bastante na avaliação do México, é o fato desse país participar da NAFTA, a zona de livre comércio composta pelos Estados Unidos, México e Canadá. Isso tem levado a economia mexicana, a apresentar taxas maiores de crescimento na média do período de 1995 a 2005 em comparação da economia brasileira, ampliar seu nível de internacionalização, e obter acesso privilegiado ao mercado norte-americano.

Outros bons exemplos, são dois dos integrantes dos Tigres Asiáticos, a Coreia do Sul e a Malásia. Com políticas de fortes investimentos em infra-estrutura e educação, juntamente com reformas estruturais, esses países lançaram as bases para o crescimento sustentado. Mesmo atravessando a crise de 1997, esses países rapidamente sanaram seus sistemas financeiros, e retornaram ao clube dos países considerados “grau de investimento”.

Na contramão, se encontram países como a Bolívia. País esse, que após o último processo eleitoral, vem apresentado políticas que ameaçam a propriedade privada e o arcabouço institucional. Com isso, o grau de incerteza em relação ao futuro aumenta sensivelmente, diminuindo o nível de investimentos, e afetando a capacidade de crescimento da economia boliviana.

5 PONTOS FRACOS DA ECONOMIA BRASILEIRA E POSSIBILIDADE DE MELHORIAS

No capítulo anterior foram levantados vários pontos de debilidade e força da economia do Brasil. Como indicado anteriormente, as medidas tomadas em relação ao fronte externo, permitiram uma menor volatilidade e um maior desenvolvimento de diversos indicadores referentes à inserção da economia brasileira no cenário global.

Cabe agora analisar em mais detalhe, o ponto mais crítico da agenda econômica atual, a situação fiscal. Esse ponto é de bastante importância, pois a estrutura fiscal atual está estrangulando a capacidade de investimento e crescimento da economia brasileira. O elevado nível dos impostos vem diminuindo a competitividade das empresas brasileiras e desestimulando novos investimentos. Os elevados gastos correntes vem minando a capacidade do governo de realizar investimentos substanciais em áreas críticas, principalmente no que tange a infra-estrutura.

Muito embora nos últimos anos se tenha avançado no tema fiscal, o problema continua bastante grave. Com a implementação da lei de responsabilidade fiscal e da utilização dos superávits primários, a situação de aumento constante da dívida pública foi equacionada.

No entanto, o que pode ser visto recentemente, é que o ajuste fiscal vem sendo realizado, através de políticas prejudiciais ao desenvolvimento. Na maior parte dos casos, o que ocorre é o aumento da carga tributária, aliada a redução de investimentos públicos. Isso afeta profundamente a capacidade de crescimento e competitividade da economia nacional, pois aumenta os custos dos produtos nacionais, tanto mercado interno quanto no externo, desestimula investimentos privados, gera pontos de estrangulamento nos setores infra-estrutura, tais como crises de falta de energia, entre outros.

Outro ponto bastante relevante, tange a deficiente gestão dos recursos públicos existentes. Na realidade, não se pode afirmar simplesmente que existe uma falta de recursos, quando ocorre tanto desperdício e mau uso do dinheiro público. Por exemplo, em entrevista ao Jornal Valor Econômico, o Deputado Fernando Gabeira afirmou que no caso da Fundação Nacional da Saúde (Funasa) que atende os índios, cerca de 90% dos recursos disponíveis são gastos em congressos, seminários e hotéis, sendo que somente 10% chegam ao destino final que são os índios. Outro exemplo, segundo o Ministro interino da Controladoria Geral, Jorge Hage Sobrinho, de 1.041 municípios estudados, em cerca de 70% foram encontrados casos de corrupção.

Na realidade, a questão fiscal pode ser considerada como um excelente ponto de partida para a resolução de boa parte dos problemas estruturais que afligem a economia do Brasil. Para que isso fosse atingido, seriam necessárias diversas ações.

5.1 REDUÇÃO DOS GASTOS PÚBLICOS CORRENTES

Segundo WERNECK (2005), os gastos primários do governo federal, mais os dos governos estaduais e municipais, se elevaram de 25% do Produto Interno Bruto em 1994, para 32% do PIB em 2004. Em 2005, esses gastos atingiram o patamar de 33% do PIB. Muito acima dos níveis de dispêndio de países em desenvolvimento como a China, o México e a Índia, onde os gastos primários do governo geral representam 17,7%, 20,8%, 21,3% do PIB, respectivamente.

O nível de 33% do PIB em gastos públicos, eleva o Brasil aos patamares de gasto público semelhante aos dos países desenvolvidos, no entanto, a qualidade dos serviços prestados pelo governo brasileiro, nem de longe se assemelha aos vistos nas nações desenvolvidas.

Um bom ponto de partida para melhorar a situação fiscal, seria a adoção de uma política de redução dos gastos públicos correntes. A mesma poderia ser alcançada

através de políticas conjuntas de redução de gastos com folha de pagamento de pessoal, aumento da eficiência da utilização dos recursos públicos através de um choque de gestão, redução de gastos com a previdência, entre outras.

GIAMBIAGI (2005), sugere a adoção de um teto para as despesas públicas em relação ao PIB. Dessa forma, o governo teria sua capacidade de dispêndio controlada, e isso impactaria também, na diminuição do crescimento da arrecadação. Também é sugerido por Giambiagi a redução desse teto ao longo do tempo, visando aumentar a capacidade de governo de gerar recursos para buscar atingir as metas necessárias ao crescimento da economia brasileira.

Com “sobra de caixa” seria possível ao Brasil, sair da posição constante de tomador de recursos do sistema financeiro. Um passo seguinte, seria a utilização dos recursos disponibilizados, para a amortização da dívida pública. Com isso, ocorreria uma redução nos custos de juros pagos pelo Governo, liberando assim, ainda mais recursos para a redução da dívida.

Além de se estar reduzindo a dívida e os juros decorrentes, devido ao fato do Governo deixar de ser tomador líquido de recursos do sistema, poderá haver uma melhoria no perfil da dívida. Sendo assim pavimentada a base para um melhor controle da situação fiscal.

Somem-se a isso, outros fatores, como a oferta adicional de crédito que será disponibilizada aos agentes privados, devido à redução do filão dos recursos financeiros emprestados ao Governo, e se obtém bases mais sólidas para o crescimento econômico sustentável.

5.2 SITUAÇÃO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL

Um problema que vem aumentando de tamanho rapidamente nas duas últimas décadas na economia brasileira é o déficit da previdência. À medida que a média da população do Brasil vem envelhecendo, a situação está se tornando cada vez mais complicada.

Algumas reformas afim de amenizar a situação previdenciária, foram realizadas durante os governos dos presidentes Fernando Henrique Cardoso e Luiz Inácio da Silva.

Entre os principais avanços obtidos pelas reformas de FHC, cabe destacar o aumento da idade mínima de aposentadoria para as novas pessoas que ingressassem no sistema público para 60 anos no caso dos homens e 55 anos no caso das mulheres, aumento da idade mínima de aposentadoria para os servidores da ativa, para 53 anos para os homens e 48 anos para as mulheres, e a mudança da fórmula de cálculo das aposentadorias.

No governo de LULA, também foram realizados progressos, cabendo destacar a taxação dos inativos que tivessem proventos superiores ao teto do INSS¹⁵, fixação de um teto igual ao do INSS para os benefícios futuros dos que ingressassem no sistema previdenciário após a reforma, imposição de redutores de benefícios de aposentadorias e pensões, entre outras medidas.

Segundo ARDEO et. alli. (2004) essas reformas foram importantes para a estrutura previdenciária, porém não foram capazes de resolver alguns problemas, tais quais, a baixa idade inicial de aposentadoria, quando se comparado a padrões internacionais, a vantagem em termos de idade inicial de aposentadoria das mulheres

¹⁵ Instituto Nacional de Seguridade Social

em relação aos homens, e outras regras, que tornam o sistema previdenciário nacional bastante “benevolente” quando se compara a outras economias.

Para equacionar a situação previdenciária, seriam necessárias diversas novas políticas, entre elas:

- Elevação da idade mínima de aposentadoria, realizando um alinhamento dos padrões brasileiros com os padrões internacionais. No caso da Espanha e da Suécia, a idade mínima para aposentadoria com todos os direitos é de 65 anos.
- Redução ou, até mesmo, fim das vantagens entre as regras de aposentadoria das mulheres em relação aos homens.
- A dissociação do salário mínimo e o piso da previdência. O fim dessa ligação permitiria por fim no aumento do déficit da previdência a cada aumento do salário mínimo. Isso permitiria aumentar os salários dos trabalhadores em atividade, sem causar desequilíbrios fiscais adicionais.

Com essas alterações no sistema previdenciário, seria possível diminuir as pressões do déficit da previdência, sobre a situação fiscal. Diminuindo a influência do componente previdenciário, poderia haver uma maior liberação de recursos para serem utilizados para pagamento da dívida pública, realização de investimentos, entre outros.

5.3 ADEQUAÇÃO DA ESTRUTURA TRIBUTÁRIA

Um dos temas mais discutidos no universo empresarial brasileiro diz respeito à carga tributária. Muito embora, esse tema esteja bastante em voga atualmente, já é recorrente há décadas.

Em 1966, foi realizada uma reforma tributária visando realizar uma grande mudança na estrutura tributária brasileira. Antes de 1966, a legislação tributária brasileira, era bastante antiquada, com a base da arrecadação sendo as atividades ligadas comércio exterior, seja por tributação das importações, ou das exportações. Esse modelo, era bastante familiar entre as nações primário-exportadoras, que são pouco industrializadas, e se encontravam em estágios iniciais de desenvolvimento econômico.

Cabe ressaltar que a reforma de 1966 foi bastante importante para a economia nacional. Através dela, houve uma grande alteração da legislação tributária nacional. Foram introduzidos impostos sobre o Valor Agregado, tais como o ICMS¹⁶ e o IPI¹⁷, e realizada a redução da incidência de impostos em cascata.

Outro ponto importante da reforma de 1966, é que ela visava o fortalecimento da capacidade de arrecadação da União, em detrimento dos outros governos sub-nacionais. Esse objetivo estava bastante alinhado com a política econômica de fortalecimento Estado realizada pelo governo da época, o qual era uma ditadura militar.

Durante o período inicial de vigência da reforma tributária, os esforços contra o enfraquecimento da capacidade de arrecadação dos governos sub-nacionais, não foram muito eficientes devido ao período de forte crescimento da economia brasileira. Porém, posterior a crise econômica mundial, que afetou os mercados mais fortemente na década de 80, após o desdobramento das crises do petróleo, e a falta de crescimento econômico no âmbito nacional, os apelos a favor de mudanças na estrutura tributária nacional se tornaram mais sonoros.

¹⁶ Imposto sobre circulação de mercadorias e serviços.

¹⁷ Imposto sobre produtos industrializados.

Nesse cenário, surgiu a necessidade de uma nova reforma tributária, afim de se adequar à nova situação econômica e política nacional. A mesma ocorreu em 1988, e foi caracterizada pela descentralização da arrecadação de tributos na União e pela institucionalização das transferências de recursos pelo governo federal aos governos sub-nacionais.

A reforma de 1988, permitiu uma melhor e mais clara alocação dos recursos entre as três esferas de governo. Porém, teve vários efeitos adversos, cabendo ressaltar o refortalecimento de impostos em cascata, como a PIS¹⁸ e a Cofins¹⁹, e a guerra fiscal entre os governos sub-nacionais. A guerra fiscal entre os governos estaduais e, às vezes entre os municipais também, tem como raiz a capacidade de as unidades federativas e municípios terem liberdade de determinar algumas alíquotas de impostos a nível estadual e/ou municipal.

Através de políticas de redução ou isenção de impostos, taxas, entre outros, os governantes, realizam políticas visando atrair indústrias para sua região. Isso gera atritos entre os estados e municípios, pois na maior parte dos casos, as novas indústrias que são criadas, ou encerram suas atividades ou reduzem suas operações em sua localidade anterior, causando assim diminuição de atividade econômica na região na qual a indústria atuava anteriormente.

É importante ressaltar que no conjunto da economia, a guerra fiscal é prejudicial ao desenvolvimento econômico, pois reduz a arrecadação global de impostos, e na maior parte dos casos, somente desloca as atividades produtivas de uma região para outra, sem atrair novas indústrias.

A estrutura tributária decorrente da reforma de 1988 é ainda vigente no Brasil. Como mencionado anteriormente, existem vários problemas em relação à incidência

¹⁸ Programa de Integração Social

¹⁹ Contribuição Financeira Social

de impostos em cascata, juntamente com a existência da guerra fiscal entre os governos, entre outros.

Nesse cenário, é importante ressaltar também que além de mal estruturada, a carga tributária brasileira se encontra em patamares bastante elevados. O Brasil pode ser comparado a países como Canadá e Alemanha, no que se refere à arrecadação de impostos em relação ao PIB. No Brasil, a carga tributária se encontrava em 37,4% do PIB no final de 2005, enquanto que a mesma se situava em 34,5% no Canadá e 39,8% na Alemanha. Porém, a qualidade dos serviços públicos entre esses países não pode ser comparada.

Desde o início da década de noventa, a relação entre a arrecadação de tributos e o PIB, vem aumentando fortemente. Isso por si só, não seria um problema tão grave. O verdadeiro problema é que os recursos provenientes dos aumentos dos impostos, estão sendo utilizados para arcar com aumentos dos gastos correntes do governo, não para financiar políticas de investimentos públicos, que seriam benéficas ao crescimento econômico.

Não existe dúvida entre os agentes de que uma nova reforma tributária seria necessária no Brasil. Porém, há pouco ou nenhum consenso no que se refere a uma nova legislação tributária, em seus mais diversos aspectos.

Uma reforma tributária visando resolver os problemas mencionados anteriormente deveria ter:

- Redução da cumulatividade dos impostos, afim de reduzir a complexidade do sistema tributário nacional, e aumentar a competitividade dos produtos brasileiros.

- Redução de Impostos sobre a Folha de Pagamentos, afim de aumentar a geração de empregos. A mesma pode ser recuperada através de impostos sobre o faturamento das empresas, isso beneficiaria as indústrias intensivas em mão-de-obra.
- Adoção de alíquotas de ICMS uniformes a nível nacional, juntamente com a proibição de benefícios fiscais, visando por um fim na guerra fiscal entre os estados.
- Criação de normas para a determinação do ISS, afim de coibir a guerra fiscal entre os municípios.

As medidas acima seriam suficientes para melhorar a base de tributação nacional. Porém, é importante ressaltar que em um momento inicial, não é recomendável a redução de alíquotas de impostos. Isso se deve a necessidade de geração de recursos para pagamento de juros da dívida e amortização da mesma, juntamente com a necessidade de investimentos públicos nas mais diversas áreas.

Antes de se iniciar uma política de redução de alíquotas, é necessário um processo de redução da dívida pública e de melhora do perfil da mesma. Sendo iniciado um ciclo de redução da dívida pública, será criado um ciclo virtuoso, onde haverá redução das obrigações do governo em relação aos credores, gerando uma maior sobra de caixa ao governo, que por sua vez poderá reduzir ainda mais as suas obrigações.

Após esse processo, poderiam ser tomadas definições sobre o papel do Estado na economia brasileira, onde dependendo do grau de importância e do leque de serviços prestados pelo Estado, poderia ser realizadas reduções nas alíquotas dos impostos.

5.4 AUMENTO DOS INVESTIMENTOS

Outro ponto de forte estrangulamento na economia nacional, é a falta de investimentos públicos em infra-estrutura. Existe uma divergência entre os agentes em relação a qual seria a necessidade de investimentos anuais em infra-estrutura, mas os números giram em torno de R\$ 50 bilhões a R\$ 60 bilhões. A falta de recursos é incidente em diversas áreas, tais como energia, transporte, entre outros, os quais reduzem o crescimento econômico real e potencial.

O caso do setor de energia é um dos mais palpitantes para a maior parte da população, devido ao episódio de racionamento de energia ocorrido em 2001. Desde o início do Plano Real, foram realizadas diversas privatizações nessa área, aumentando o papel da iniciativa privada. Porém, devido ao modelo desenhado pelo Ministério de Minas e Energia, os investidores privado se concentram nas áreas de transmissão e distribuição de energia, deixando a área de geração fortemente concentrada nas mãos do Estado. Cabe observar, que a área de geração de energia, é a área mais carente de investimentos.

Na área de transportes, a situação também é bastante crítica. Devido à globalização e ao aumento da competição internacional, foi gerada a necessidade de se colocar os produtos nos lugares mais diversos do mundo com tempos de resposta cada vez mais reduzidos. Nesse cenário, a estrutura logística está se tornando ainda mais importante.

Infelizmente, nessa área, o Brasil está bastante defasado quando comparado aos outros países emergentes. Muito embora o transporte predominante nacional seja o rodoviário, o que se pode observar na grande maioria das estradas é a má conservação. Excluindo-se as estradas que foram alvo de concessão pública.

No setor ferroviário, houve uma grande evolução depois das privatizações das companhias ferroviárias estatais. No entanto, o que se vê é uma melhora da rede instalada, não havendo grandes investimentos para expandir a extensão da malha ferroviária.

Na área do transporte marítimo, a situação também está delicada. Os portos brasileiros apresentam graus de produtividade muito baixos quando comparados aos dos países desenvolvidos e, até mesmo dos emergentes, devido à estrutura intensiva em mão-de-obra e baixo nível de modernização.

5.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como fruto dos pontos desenvolvidos nas sub-seções anteriores foi mostrado que com uma política de redução dos gastos públicos, e através de uma reforma tributária, seria possível desonerar os produtos nacionais, sem perda de arrecadação, porém com a geração de recursos para o caixa do Governo. Conforme mencionado anteriormente, esses recursos poderiam ser utilizados para a redução da dívida pública, e/ou para o financiamento de investimentos públicos.

Juntamente aos recursos públicos, os investimentos privados poderiam ser outra excelente fonte de financiamento a projetos de Infra-Estrutura. Isso poderia ocorrer através da alavancagem das Parcerias Público-Privadas, as chamadas, PPPs. As PPPs são parcerias entre o poder público e a iniciativa privada, visando atender atividades de domínio público, porém onde o Estado não possui recursos para realizar os investimentos em sua totalidade.

Além da diminuição dos recursos empregados pelo Estado, a parceira com a instituição privada contribui para maximizar os retornos globais e minimizar os custos do setor público referentes aos projetos.

Outra forma de financiar os investimentos necessários, seria através de concessões públicas. Nessa forma de relacionamento, o Setor Público, faz a concessão da capacidade de explorar alguma atividade econômica, por um determinado período de tempo. Nesse sentido, seria interessante realizar as concessões, onde houvesse a necessidade de maiores investimentos.

Cabe ressaltar que uma vez atingido o “grau de investimento”, ocorrerá uma abertura maior das fontes de financiamento externas a menores custos, aliada a maiores investimentos diretos de empresas estrangeiras.

Nesse cenário, muitos projetos que não eram viáveis do ponto de vista financeiro, devido ao alto custo de capital, se tornarão novamente interessantes. Além disso, com a certeza de que a economia se encontra em bases estruturais e sustentáveis a longo prazo, os investidores e empresas estrangeiras estarão mais propensos a realizar aportes no Brasil. Através desses investimentos, haverá incrementos na renda e no emprego doméstico, impulsionando a economia a novos patamares de crescimento econômico.

Outro ponto importante, é a redução dos custos de rolagem da dívida pública e os juros da mesma. É importante observar que a melhora na avaliação do Brasil, aumenta a credibilidade dos detentores de papéis da dívida pública acerca de sua sustentabilidade e redução de risco.

Assim sendo, mais investidores se tornam propensos a aportar recursos financeiros nesses títulos, permitindo assim a redução da remuneração dos mesmos por parte do governo. Ou seja, o aumento da demanda por títulos brasileiros permitiria a redução dos juros que remuneram esses títulos, e por consequência, ocorreria uma redução dos gastos do governo com esses pagamentos. Permitindo que esses recursos sejam canalizados em políticas voltadas ao crescimento do Brasil.

6 CONCLUSÃO

No início da monografia foi apresentado o papel, cada vez mais importante, dos fluxos de capitais internacionais sobre o crescimento econômico. Posteriormente, foram detalhados os pontos segundo os quais as agências de risco de crédito avaliam os *ratings* dos países.

Na seqüência foi apresentado o status atual da economia brasileira, sendo detalhados os pontos de estrangulamento que não impedem que o Brasil atinja o *rating* de “grau de investimento”.

Como foi mencionado durante a monografia, a economia brasileira evoluiu significativamente no que diz respeito à qualidade das contas externas. Isso cria as condições para que o governo atue em outras frentes.

Foi apontado durante a monografia que o principal problema enfrentado atualmente pelo Brasil é de ordem fiscal. Basicamente, a situação fiscal em si e os fatores decorrentes dela, são os pontos que impedem a economia brasileira de avançar estruturalmente, e alcançar o status de “grau de investimento”.

No quinto capítulo, foram apresentadas várias áreas nas quais são necessários avanços para que se atinja uma melhor qualidade no campo fiscal. Entre elas, a situação de déficit da previdência, o problema da elevada carga tributária, o elevado grau de gastos públicos correntes, entre outros.

Adicionalmente, foram propostas mudanças e/ou reformas afim de reduzir ou neutralizar o problema fiscal. Foi ressaltada a importância dessas mudanças, com o intuito de aumentar os recursos em caixa do governo para reduzir a dívida pública e também para realizar investimentos.

Nesse panorama, se prova bastante interessante a situação na qual o Brasil se encontra. No início do ano de 2007, haverá o início de um novo governo. Dado o histórico brasileiro, as reformas ocorrem no primeiro ano após a posse, decorrentes do maior apoio político e popularidade do governo após a posse.

O ano de 2007 será de grande definição em relação aos rumos da economia brasileira. Caso as propostas e reformas sugeridas sejam implementadas, é muito provável que o Brasil caminhe a passos largos em direção ao “grau de investimento” já em 2008. Nesse cenário, o país caminharia para um ciclo de crescimento extremamente virtuoso, beneficiado pelas melhoras dos fundamentos econômicos nacionais, somada a atração de fluxos de recursos internacionais de longo prazo.

Caso não sejam realizadas reformas no âmbito fiscal e não sejam realizadas políticas para alavancar os investimentos em infra-estrutura, o Brasil continuará sendo apontado por muitos como o país do futuro, como vem sendo chamado a décadas, devido a suas riquezas naturais, extensão territorial cultivável, entre outros. Porém, na realidade, o que poderá ser visto, será a mediocridade do crescimento econômico brasileiro face o crescimento de países emergentes como a China, Índia, Rússia, entre outros.

REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, C. H. V. e JÚNIOR, R. G. F. Complementaridade e Fungibilidade dos Fluxos de Capitais Internacionais. **Trabalhos para Discussão**, Brasília, 27, 1 – 42, set. 2001.
- ARDEO, V. L. et alli. **Diagnóstico da Previdência Social no Brasil: o que Foi Feito e o que Falta Reformar?** Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/PDF/giambiagkaizoardeo6.pdf>> Acesso em: 14 jul. 2006.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <www.bcb.gov.br> Acesso em: 26 jun. 2006.
- BANCO DE MÉXICO. Disponível em: <www.banxico.org.mx> Acesso em: 13 jul. 2006.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA E GEOGRAFIA E INFORMÁTICA. Disponível em: <www.inegi.gob.mx> Acesso em: 15 jul. 2006.
- BARBOSA, F. H. e LOUREIRO, A. S. Risk Premia for Emerging Markets Bonds: Evidence from Brazilian Government Debt, 1996 – 2002. **Working Paper Series**, Brasília, 85, 1 – 22, mai. 2004.
- CANUTO, O. e SANTOS, P. F. P. Risco-Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes. **Temas de Economia Internacional**, Brasília, n. 1, p. 1 – 43, out. 2003.
- CARVALHO, F. J. C. et. alli. **Economia monetária e financeira**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2000.
- CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. **Os fluxos de capitais internacionais para o Brasil desde os anos 90**. Disponível em: <http://www.desempregozero.org.br/artigos/os_fluxos_de_capitais_internacionais_para_o_brasil_desde_os_anos_9.pdf> Acesso em: 21 jun. 2006.
- CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INDÚSTRIAS. **A Infra-Estrutura no Brasil em 2005**. Brasília, 2005.
- DAIN, S. e MATIJASCIC, M. **Seguridade Social, Salário Mínimo e Finanças Públicas: as Aparências Enganam**. Disponível em:

<www.mte.gov.br/estudiosos_pesquisadores/salariominimo/Textos/t10.pdf>
Acesso em: 12 jul. 2006.

- DAMASCENO, A. O. **Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico: Evidências de Dados em painel para a América Latina.** Disponível em: <www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A074.pdf> Acesso em: 22 jul. 2006.
- EATON, J. et alli. The Pure Theory of Country Risk. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, 1894, p. 1 - 58, abr. 1986.
- FITCH. Disponível em: <<http://www.fitchratings.com>> Acesso em: 27 mai. 2006.
- FRANKEL, J. A. Quantifying International Capital Mobility in the 1980's. In: BERNHEIM, B. D. E SHOVERS, J. B. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, 2856, p. 1 - 83, fev. 1989.
- GIAMBIAGI, F. e LEVY, P. M. Uma Agenda Macroeconômica para 2007. **Boletim de Conjuntura**, Rio de Janeiro, 74, p. 75 - 89, set. 2006.
- GIAMBIAGI, F. Uma Agenda Fiscal para 2007 – 2010. **Texto para Discussão - IPEA**, Rio de Janeiro, n. 1123, p. 1 - 26, out. 2005.
- JP MORGAN. Disponível em: <<http://www.jpmorgan.com>> Acesso em: 30 mai. 2006.
- KEYNES, J. M. **Teoria geral de emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Ed. Atlas, 1998.
- KOSE, M.A. et alli. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. **IMF**, p. 1 – 86, mar. 2003.
- MARIANO, J. A Reforma Fiscal no Brasil: a quem interessa? **Perspectiva Econômica**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 1, p. 102 – 115, jan./jun. 2006.
- MARINHO, E. L. **Um Modelo Macroeconômico do Plano Real e os Ajustes Necessários para a sua Consolidação.** Disponível em: <www.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/lpremio/ajuste_fiscal/ItefpIPTN/MARINHO_Emerson_Lemos.pdf> Acesso em: 16 jul. 2006.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Estudo tributário 07 – Condicionantes e Perspectivas da Tributação no Brasil**. Brasília, 2002.

- MOODY'S. Disponível em: <<http://www.moody.com>> Acesso em: 21 mai. 2006.
- MORI, H. e MUINHOS, M. K. Capital Flows Cycle: Stylized Facts and Empirical Evidences for Emerging Market Economies. **Working Paper Series**. Brasília, 98, 1 – 48, ago. 2005.
- OBSTFELD, M. The Global Capital Market: Benefactor or Menace? **Department of Economics, University of California**, Berkeley, 98, p. 1 – 41. abr. 1998.
- OBSTFELD, M. e ROGOFF, K. **Foundations of International Macroeconomics**. 5. ed. Cambridge: The MIT Press, 2002.
- OREIRO, J. L. Autonomia, fragilidade e equilíbrio: a teoria dos controles de capitais. In: FILHO, F. F. e SICSÚ, J. **Câmbio e Controles de Capitais**. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2006. p. 29 - 56.
- PRATES, D. M. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de noventa**. Campinas, 1997. 175 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Universidade Estadual de Campinas.
- REINHART, C. M. Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, 8738, p. 1 - 35, jan. 2002.
- SOBRINHO, N. F. S. **Sovereign Risk in Developing Countries**. Disponível em: <nsouzas.bol.ucla.edu/Sovereign%20Risk.pdf> Acesso em: 12 jul. 2006.
- STANDARD & POOR'S. Disponível em: <<http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/HomePg&r=9&l=PT>> Acesso em: 21 mai. 2006.
- STIGLITZ, J. E. **Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability**. Disponível em: <ideas.repec.org/a/eee/wdevel/v28y2000i6p1075-1086.html> Acesso em: 10 jul. 2006.
- SCHULARICK, M. e STEGER, T. M. **International Integration and Economic Growth – New Evidence from the First Era of Financial Globalization**. Disponível em: <ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/9164.html> Acesso em: 15 ago. 2006.
- WERNECK, R. L. F. Além da Estabilização: Desafios da Agenda Fiscal. **Revista Economia**, Brasília, v. 6, n. 3, p. 1 – 15, dez. 2005.