

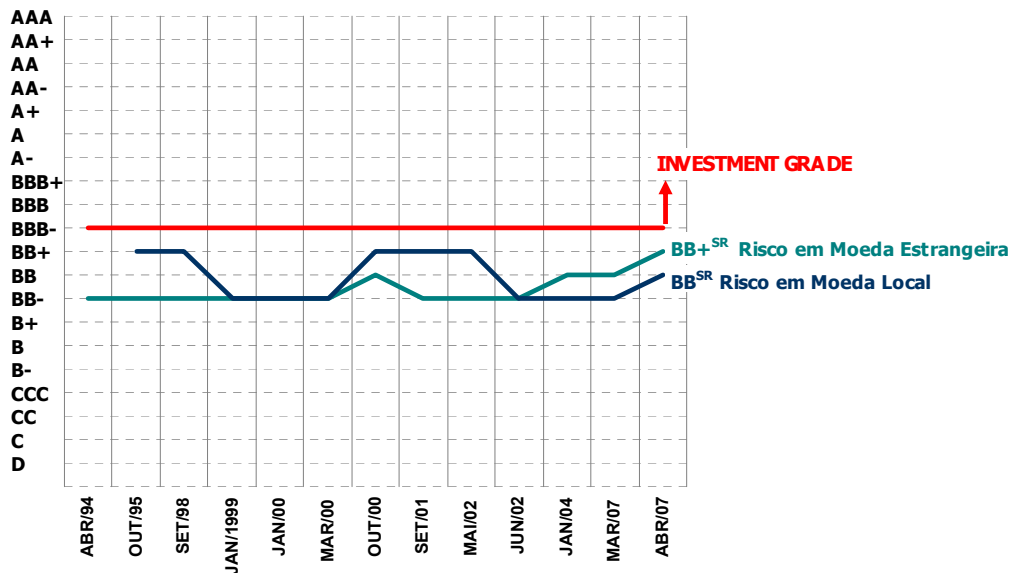


REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL

Monitoramento de Risco

Abril de 2007

SR Rating - histórico de notas atribuídas ao risco soberano



RISCO SOBERANO

República Federativa do Brasil

“Risco Soberano”

Monitoramento de Dívidas em Moeda Estrangeira e em Moeda Nacional

19 de abril de 2007

O Comitê de Classificação de Riscos da SR Rating, após ouvir seu Conselho Técnico-Consultivo, resolveu **evar as notas de avaliação** das emissões de dívida soberana do Brasil, tanto em moedas estrangeiras quanto em reais, passando-as, respectivamente, para **BB+^{SR} (dívida federal em moeda estrangeira)** e para **BB^{SR} (dívida pública federal em reais)**, ambas em um degrau a mais na escala internacional.

Assim, o *rating* da dívida externa da República passa a estar apenas um degrau abaixo da categoria “*investment grade*” (grau de investimento).

A reclassificação anterior do risco soberano da República, resolvida pelo Comitê da SR Rating, havia ocorrido em janeiro de 2004. O novo **upgrade** confirma o prognóstico da SR, feito desde então, sobre a perspectiva de um progresso substancial na capacidade de pagamento de obrigações em moedas estrangeiras do emissor Brasil.

Uma classificação de risco de crédito busca capturar a situação prospectiva, **no horizonte de três a cinco anos**, da qualidade do emissor e de sua dívida, trazendo para a avaliação presente aqueles elementos e condições tendentes a prevalecer no futuro antevisto.

Neste exercício, embora o cômputo líquido das forças econômicas, sociais e políticas em jogo sejam amplamente favoráveis a uma revisão positiva do risco de crédito do País, permanecem sob observação crítica aqueles pontos capazes de elevar o risco de modo aparentemente súbito e imprevisto.

7 RAZÕES PARA O UPGRADE

A presente decisão de reclassificação está baseada num conjunto de fatos e projeções, cuja evolução positiva, nos últimos anos, foi bastante significativa. Dentre as razões consideradas, dando maior certeza de solvência à República Federativa do Brasil, destacam-se:

- 1) Dramática redução do nível da vulnerabilidade externa e, conseqüentemente, ampliação substancial da capacidade de pagamento de obrigações em moedas estrangeiras;**
- 2) Consolidação, no plano político interno, das noções básicas de austeridade em finanças públicas (Lei de Responsabilidade Fiscal), elevando-se o grau de autonomia efetiva dos gestores técnicos do Tesouro Nacional e do Banco Central;**
- 3) Apoio explícito da opinião pública do país sobre a vantagem da manutenção da estabilidade econômica (inflação baixa), sem prejuízo da meta almejada do crescimento;**
- 4) Resultados efetivamente alcançados e projeções mais confiáveis quanto à trajetória de redução, mesmo que gradual, do endividamento público interno, tanto do governo central quanto dos governos estaduais;**
- 5) Comprovado aumento da resistência da economia brasileira a eventuais abalos provenientes das condições internacionais ou do ambiente político**

interno (especialmente pelo aumento das reservas e pela queda dos passivos cambiais do Governo Central);

- 6) **Melhoria comprovada do ambiente social, ainda que discreto se tomado no conjunto do País, decorrente do avanço da renda salarial e do emprego formal, além das coberturas decorrentes do avanço das rendas de transferência (previdência e assistência social) traduzindo-se em clara preferência da população pelos valores de ordem e prosperidade familiar;**
- 7) **Ausência absoluta de oposição política real e potencial aos lineamentos básicos da política econômica, fenômeno novo no Brasil, que jamais se manifestou nos contextos políticos pós-redemocratização prévios a Lula; nada prenunciando a mudança desta continuidade, pois a disputa do poder que existe, se dá entre os grupos favoráveis à sua preservação.**

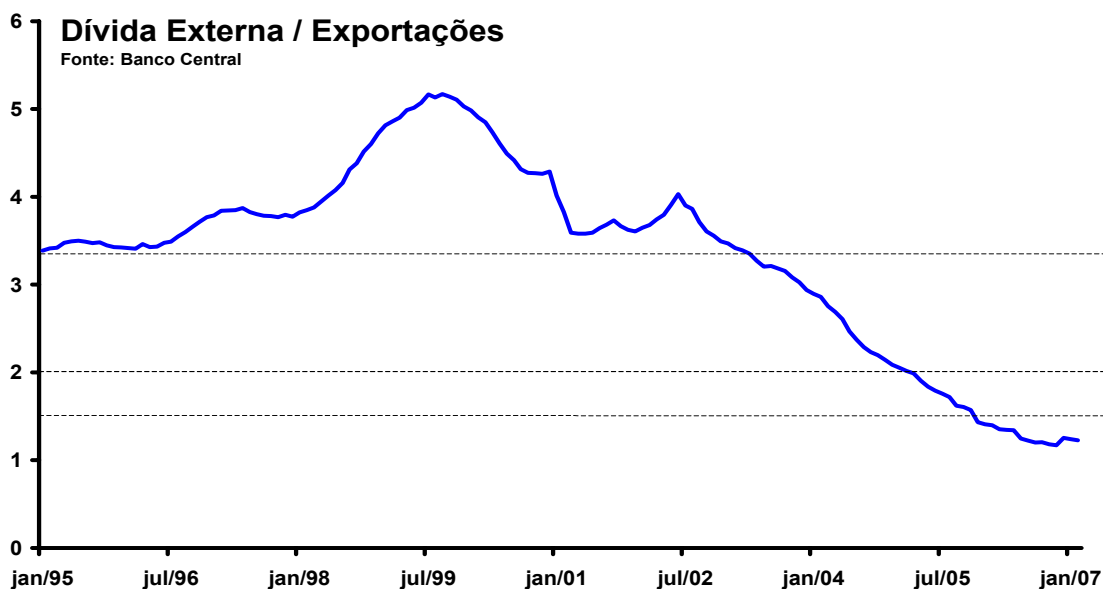
Evolução Macroeconômica

A República Federativa do Brasil vive um processo contínuo de ajustamento macroeconômico, **em especial após a mudança de seu regime cambial, em janeiro de 1999**. Dentre os indicadores que mais evoluíram, destacam-se:

a) Proporção entre Dívida Externa e Exportações

Em janeiro de 1999, no momento imediatamente anterior à mudança do regime cambial, a dívida externa da República Federativa do Brasil era **4,82 vezes maior** que o total das exportações acumuladas em doze meses correntes. Em janeiro de 2004, quando do último *upgrade* da SR Rating, tal proporção era de 2,9 vezes. Atualmente, esta proporção está, há nove meses, **estacionada em torno de 1,25x**.

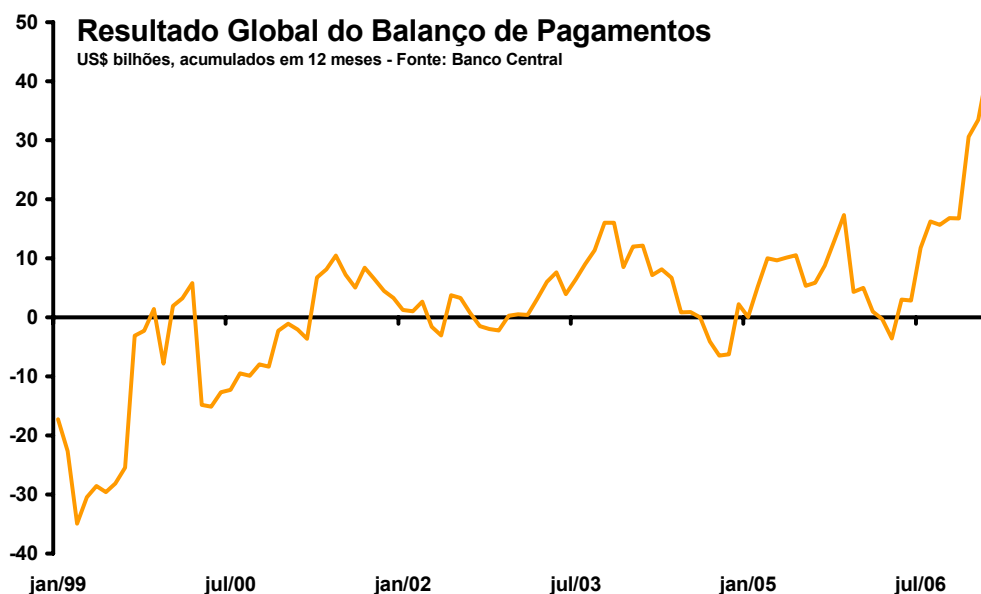
Esta posição pode ser considerada **bastante confortável**, inclusive num nível semelhante ao observado para este indicador em outras economias emergentes que já detêm o “grau de investimento”.



b) Resultado Consolidado do Balanço de Pagamentos

A mudança no regime cambial permitiu um expressivo ajustamento nas contas externas brasileiras. O resultado do fluxo comercial, financeiro e de rendas da República Federativa do Brasil reverteu uma condição estrutural de déficit do resultado externo consolidado. Hoje, um superávit expressivo permite ao Brasil atrair moeda estrangeira em escala satisfatória para honrar compromissos externos, e ainda lhe deixa sobra para acumular reservas. **Esta foi uma condição *sine qua non* para a expressiva redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira, conforme denotada pelos índices do chamado risco-país.**

O resultado de 1999 foi deficitário em US\$ 8 bilhões. O de 2003 já era superavitário em US\$ 8,5 bilhões. Em 2006 o resultado fechou positivo em US\$ 30,5 bilhões.

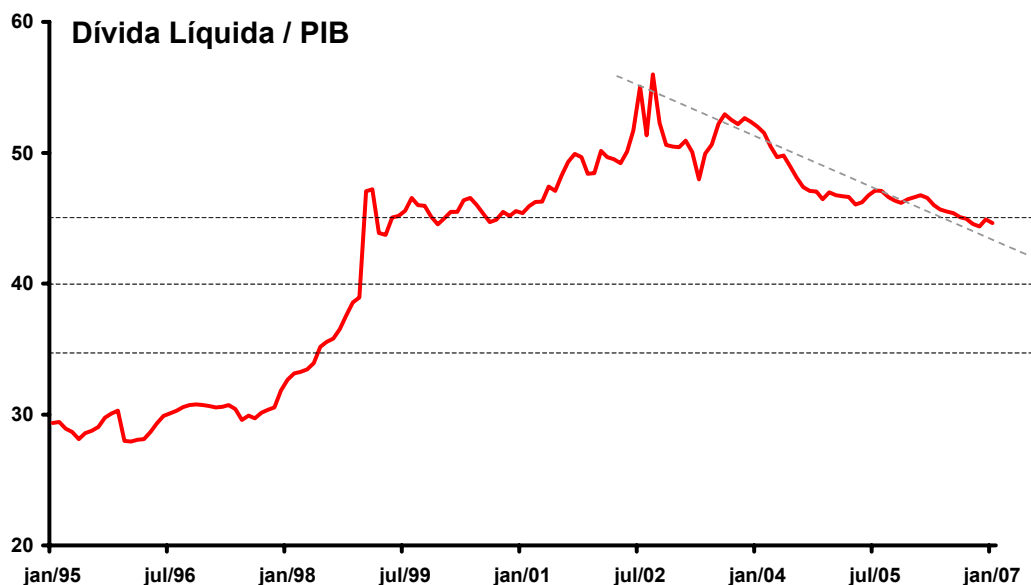


c) Volume de Reservas Internacionais Líquidas

Em decorrência do resultado positivo acumulado no Balanço de Pagamentos, o volume das reservas com liquidez internacional teve uma expressiva elevação, formando um colchão de maior robustez para encarar eventuais crises de fuga de capitais. À época do último *upgrade* dado pela SR Rating, o total líquido (excluídos os aportes de organismos multilaterais internacionais) era de US\$ 25 bilhões. Atualmente, este patamar está em torno dos US\$ 110 bi, e em escala ascendente constante e rápida.

d) Proporção entre Dívida Líquida e PIB

A proporção entre dívida e PIB também apresenta avanço continuado, por conta da austeridade fiscal e do acúmulo de superávit primário. Quando a SR Rating deu seu último *upgrade* à Nota da República Federativa do Brasil (janeiro de 2004) esta proporção encontrava-se em 57,3%. Hoje, já se encontra ligeiramente abaixo de 45%, levando-se em conta a nova posição estatística do Produto Interno Bruto (PIB).



Ainda não é uma redução significativa, razão pela qual o upgrade tardou mais do que ensejaria a análise isolada dos fatos externos – estes mais favoráveis que os internos.

Pode-se dizer que hoje, a questão fiscal interna é a que “atrasa” o ingresso do País à categoria de *investment grade*.

Pontos Críticos que ainda separam o risco soberano do Grau de Investimento

A República pretende atingir, proximamente, o chamado “grau de investimento” – caracterizado justamente por ser um estágio de baixa **exposição e vulnerabilidade** do emissor a flutuações econômicas ou turbulências financeiras, ou ainda, a inesperadas mudanças de expectativas nos mercados por fatos políticos ou sociais adversos.

A República Federativa do Brasil tem amplas condições de fazê-lo, se mantiver e aperfeiçoar: (1) a austeridade na condução de suas finanças públicas, (2) a solidez de seu processo democrático, e (3) a eliminação de gargalos que ameaçam a atividade produtiva (custo Brasil).

Para atingir este nível, é necessário demonstrar que as finanças internas (estas principalmente) e as externas do Governo Central do Brasil estão bastante protegidas em caso de abalo decorrente desses ou de outros eventos de distúrbio, mesmo se estes forem de baixa probabilidade de ocorrência (10% de chance ou menos).

Quanto maior a chance de ocorrência de um abalo (ex. um distúrbio no mercado de moedas em nível mundial) menor se espera que seja a probabilidade de contaminação do ambiente de crédito do emissor "República". O resultado multiplicativo desses dois eventos de risco não pode significar probabilidade superior a cerca de 5% de ocorrência, se tal emissor tem pretensão ao "grau de investimento".

São os seguintes, em linhas gerais, os "**gatilhos**" de risco percebidos no horizonte da economia brasileira:

- 1) possível desdobramento de crise nas relações monetárias entre EUA e Ásia (China, em particular) provocada por um possível surto de desconfiança no valor do dólar, o que induziria a uma recessão de graves proporções na atividade econômica mundial (este risco está centrado entre 2008 e 2009), afetando, portanto, o até aqui excelente estágio do balanço de pagamentos brasileiro;
- 2) eventuais ocorrências de difícil antecipação, mas de graves seqüelas sobre a saúde econômica da atividade produtiva nacional: por exemplo, um surto epidêmico em humanos ou em animais de consumo humano, cujo desdobramento no campo econômico resulte em redução substancial do comércio mundial, e, portanto, do saldo comercial brasileiro;
- 3) instabilidade grave na região dominada pelos interesses econômicos relacionados ao suprimento de petróleo (Oriente Médio, e, em menor grau, Venezuela);
- 4) ocorrência de grave desestabilização da Presidência da República, mormente por algum impedimento circunstancial do próprio presidente Luiz Inácio Lula da Silva, em razão do papel central que este passou a representar nos arranjos políticos de sustentação das políticas do Governo. O presidente Lula é encarado hoje, pessoalmente, como fiador da política de continuidade.

Riscos Remanescentes no Horizonte desta Análise

No confronto entre riscos graves e elementos de resistência, alguns pontos adversos ao emissor “República” devem ainda ser lembrados:

- 1) o continuado e crônico desequilíbrio entre a capacidade de gasto e a despesa efetiva do setor público, agora agravado pelo interesse do governo federal em ampliar gastos em investimento (programação do PAC), pois o déficit nominal da esfera pública federal se mantém elevado, em 2% do PIB, contrapondo-se à redução pela metade do déficit de estados e municípios;
- 2) a incompleta “desindexação” da economia brasileira e, mormente, da dívida interna pública, agora ameaçada pela perspectiva da indexação dos gastos com pessoal;
- 3) a elevada carga tributária marginal (o governo abocanha no momento mais de 70% dos ganhos marginais de renda do setor privado), prejudicando sobremaneira o desempenho da acumulação de capital no setor privado e suas expectativas de crescimento futuro;
- 4) pressão crescente dos gastos previdenciários e sociais sobre o conjunto do orçamento federal, sem perspectiva de qualquer iniciativa reformista mais audaciosa;
- 5) ausência de perspectiva de reforma financeira dedicada à diminuição da competição do setor público sobre a poupança financeira; seja pela permanência de elevados gravames ao crédito privado (ex. recolhimentos compulsórios...); seja pela ausência de mecanismos mais ágeis de liberação de ativos públicos contra passivos correspondentes (encontro de contas); seja pela ausência de um mercado eficiente de títulos de dívidas estaduais e municipais; seja, finalmente, pelo alto grau de aprisionamento dos “excedentes financeiros” da renda salarial em fundos compulsórios de baixo retorno (ex. FGTS);
- 6) o fisiologismo político e o aparelhamento da “máquina pública”, que geram graves distorções e limitações na gestão do Estado – como se depreende das atuais dificuldades na superação do chamado “Apagão Aéreo”. Esta relativa incapacidade

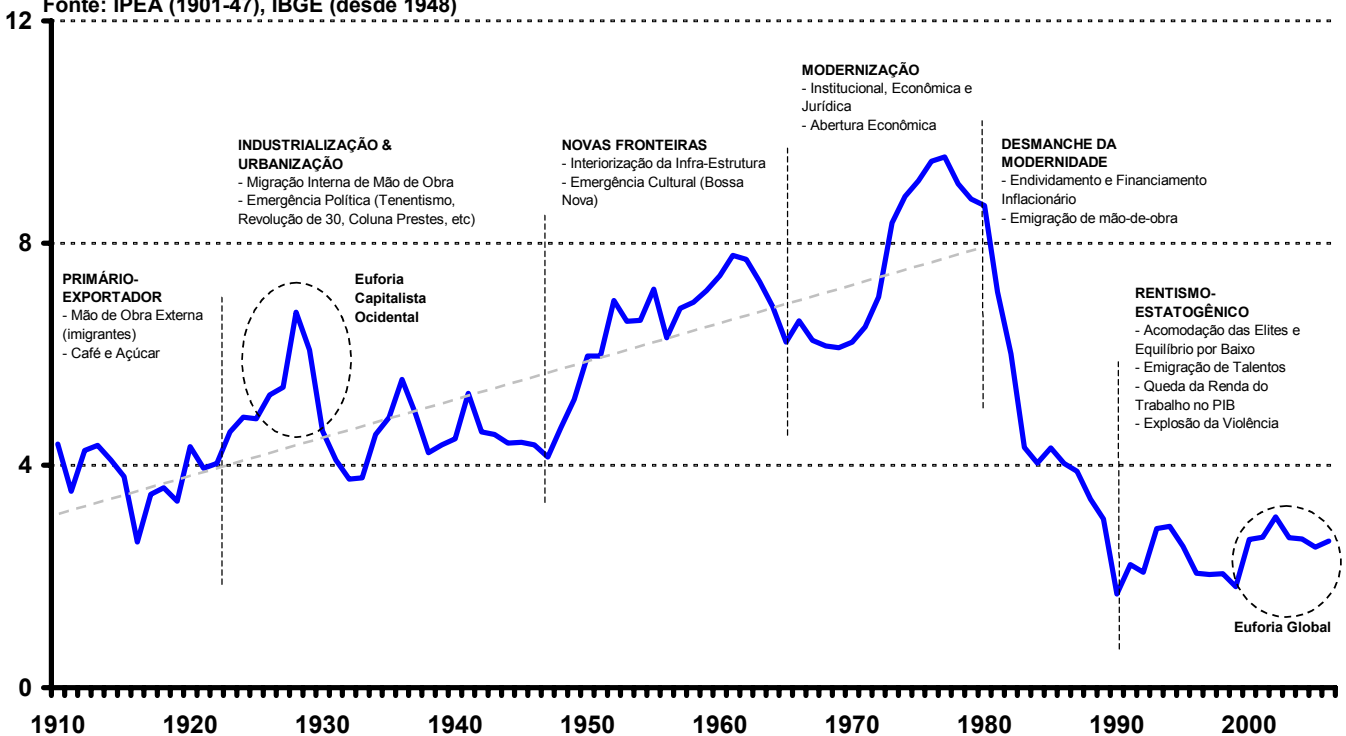
gerencial também se reflete de várias maneiras na administração das contas fiscais, cujo desequilíbrio crônico retarda o acesso da República ao grau de investimento;

- 7) a soma destes fatores gera um estado de semi-estagnação, com crescimento baixo. A taxa de avanço do PIB brasileiro na última década e meia (período do plano Real) está estável na faixa de 2,5%. O ritmo atual é completamente distinto da experiência histórica de boa parte do século 20. O desvio-padrão do crescimento do PIB em torno dessa média é o menor de todos no período atual, deixando entrever a estabilidade alcançada no baixo ritmo da produção, quando cotejado a outros períodos anteriores.

A revisão metodológica do PIB anunciada há algumas semanas não reverte esta tendência (como mostra o gráfico abaixo, onde está inserida a taxa já revisada); portanto, cabe a ressalva de que a revisão nos números do PIB não interferiu na decisão da SR Rating de conceder *upgrade* à avaliação das emissões de dívida soberana do Brasil.

Taxa de Crescimento Real do PIB - Média Móvel de 10 Anos

Fonte: IPEA (1901-47), IBGE (desde 1948)



A tais pontos críticos, se adicionam as vulnerabilidades pendentes, relacionadas aos pagamentos externos:

- 1) volatilidade potencial do câmbio em função do esperado avanço do crescimento da demanda agregada em ambiente de concomitante redução dos juros, e
- 2) sensibilidade do resultado da balança comercial aos preços excepcionalmente elevados das commodities exportadas pelo País.

A avaliação da SR Rating acerca destes pontos críticos, nos próximos meses, é que definirá a oportunidade de mais um avanço na Nota ("rating") da qualidade de crédito da República rumo à categoria de *Investment Grade*.

SR Rating

Comitê de Classificação

Reunião realizada em dia 18 de abril de 2007

Perfil da SR Rating

Em 1993, a SR Rating iniciou suas operações no Brasil, tornando-se, portanto, a primeira agência de classificação de risco do País. A decisão de introduzir tais serviços no mercado brasileiro coincidiu com o fim de um longo período inflacionário, viabilizando-se assim, o principal ingrediente para a análise de riscos, que é previsibilidade. O principal objetivo da SR Rating é propiciar aos investidores brasileiros informações precisas e imparciais sobre a capacidade de pagamento ou sobre a confiabilidade da gestão de empresas. A SR Rating avalia a qualidade de crédito de títulos de dívida emitidos por sociedades em geral, companhias de serviços públicos, bancos, seguradoras, sociedades de administração de recursos (*asset managers*), bem como os emitidos pelo País (Risco Soberano), por Estados e por Municípios. Essas avaliações são expressas através de notas (*credit ratings*) que constituem probabilidades de *default* observadas ao longo de várias décadas de existência de análise de risco nos Estados Unidos.

A escala de notas utilizada pela SR Rating segue os padrões internacionais, ou seja, reflete a probabilidade de inadimplemento quanto à pontualidade de pagamentos de principal ou juros de uma obrigação ou de um conjunto de obrigações. A idéia de se adotar na SR Rating uma escala internacional acompanha a tendência gradual à globalização do nosso mercado financeiro, exigindo uma avaliação de risco de emissores, em moeda do nosso País, que tenha como parâmetro de aferição de risco toda a possível comparação com um padrão internacional, cujos *benchmarks* sejam emissores localizados em países financeiramente maduros. Esta é a nossa Nota de Longo prazo, em moeda local, que é conhecida como *Global Local Currency* (GLC), por sua comparabilidade internacional.

As escalas "BR", assim como as escalas "AR" utilizadas na Argentina e "MX" no México, têm em comum o fato de terem seu uso restrito apenas aos países a que se referem e não poderem ser comparadas entre si. Estas características decorrem do fato que as escalas locais se aplicarem exclusivamente a comparações entre empresas e papéis do mesmo país, guardando relação apenas com situações de risco relativo e local."

Contatos

Sheila Sirota von O. Gaul (Diretora Executiva) - sgaul@attglobal.net

José Valter Martins de Almeida (Diretor Superintendente) - valter@srating.com.br

Comitê Executivo de Classificação

Paulo Rabello de Castro (*Chairman*) - Rubens Branco da Silva - Sheila Sirota von O. Gaul - José Valter Martins de Almeida

Conselho Técnico Consultivo

Rubens Branco da Silva (*Chairman*) - Amaury de Souza - Carlos Alberto Protasio - Claudio Roberto Contador - Diogo de Figueiredo M. Neto - Fernando A. Albino de Oliveira - Fernando Henrique da Fonseca - Hamilton Dias de Souza - Ives Gandra da Silva Martins - Maria Isabel Fernandes - Nelson Eizirick - Ney Roberto Ottoni de Brito - Paulo Oscar França - Walder Tavares de Góes - Walter L. Ness Jr.

Diretoria

Paulo Rabello de Castro (Diretor Presidente) - Sheila Sirota von O. Gaul (Diretora Executiva) - José Valter Martins de Almeida (Diretor Superintendente) - Robson Makoto Sato (Diretor Técnico) - Diogo de Figueiredo M. Neto (Diretor Jurídico)

SR Rating

Rua Geraldo Flausino Gomes, 42/112 - Brooklin Novo - São Paulo - SP - Tel. +55(11) 5505 1080 - Fax +55(11) 5505 6181

Av. Rio Branco, 89/1002 - Centro - Rio de Janeiro - RJ - Tel. +55(21) 2263 7456 - Fax +55(21) 2263 9805