



risco soberano

---

**ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA**

**AA<sup>SR</sup>**

---

30 de julho de 2011

**MONITORAMENTO**

Não obstante à direção final e repercussões econômicas das negociações políticas no Congresso dos EUA com relação ao novo teto para a dívida federal dos Estados Unidos, o Comitê de Classificação da SR RATING agora reafirma sua nota atual no nível AA<sup>SR</sup>. A qualidade de crédito soberano dos EUA foi inicialmente examinada pela SR RATING<sup>1</sup> em maio de 2009, e o mesmo nível AA<sup>SR</sup> foi, então, atribuído. Nossas percepções sobre os fundamentos referentes à classificação de risco de crédito da dívida federal mantêm-se, uma vez que a ampla maioria de

---

<sup>1</sup> Em conjunção com **Border Finance, Inc.**, de Uwe Bott, uma empresa especializada em consultoria de risco, sediada em Nova Iorque.

---



---

## SOBERANO – ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA – julho|2011

---

nossas suposições e previsões anteriores sobre a economia dos EUA e a trajetória da dívida soberana permaneceu inalterada desde aquele momento, há dois anos.

Nosso cenário básico para a economia dos EUA, em maio de 2009, previa uma situação de “adaptações sucessivas”, caracterizada pelo fracasso parcial das chamadas políticas de afrouxamento monetário, que serviriam para reestimular a economia nacional e reduzir o crescente desemprego. A SR RATING também previu o aumento das tensões políticas reverberadas no Congresso, devido a uma dificuldade cada vez maior de aprovar qualquer legislação com o propósito de finalmente equilibrar o orçamento e levar a trajetória da dívida de volta a um caminho convergente. Percebemos que o PIB dos EUA estava apresentando um desempenho abaixo do esperado para o nosso horizonte analítico de cinco anos (comparado aos prognósticos oficiais, otimistas demais), apesar da demanda adicional por produtos e serviços fortemente impulsionados, no mercado nacional, por um enorme gasto fiscal. Afirmamos naquele momento, e reafirmamos agora, que a economia dos EUA enfrenta “... um grave problema de balanço patrimonial em relação às famílias americanas com crescentes passivos e ativos depreciados (riqueza). Reestimular o consumo não representará nem uma solução nem mesmo um atalho sustentável para sair da retração econômica resultante da depressão”. A retração de longo prazo ainda mantém um elemento fundamental da crescente estrutura de incertezas que cercam o ambiente econômico nos EUA. É como o efeito de constrição de uma anaconda, que esmaga o esqueleto fiscal do setor público a partir de um movimento interno, emprestando legitimidade a um gasto social adicional, transformado em direitos perpétuos a seguros-desemprego e, em termos de tributação, uma crescente reação contra qualquer solidariedade fiscal vinda das camadas com rendas mais altas.



---

## SOBERANO – ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA – julho|2011

---

### **Dinâmicas Perversas da Dívida**

A não ser que a economia dos EUA encontre uma forma criativa de sair de seu atual modo “em câmera lenta” – sendo que isso exigiria um conjunto diverso de incentivos para ativar o motor do crescimento de produtividade dos fatores e para restituir os estímulos de emprego em seu debilitado setor privado –, um acúmulo perverso da dívida pública terá continuidade, gerando o pior cenário possível em nosso horizonte de previsão. A dinâmica incorreta de dívida alimenta-se de ambos os lados da proporção entre Dívida/PIB. Um PIB com crescimento lento deflaciona a trajetória do crescimento do custo salarial, que poderia, por sua vez, ajudar a aumentar as bases tributárias de consumo e renda. Déficits fiscais persistentes e insistentemente grandes levam a um financiamento adicional por dívida do Tesouro – exatamente a atual discussão – ou, pior ainda, em um financiamento inflacionário direto, por meio da impressão de dinheiro, ou ambos.

O caminho para que os Estados Unidos deixe de lado o perigo do empilhamento da dívida pública não é nem trivial nem unilateral. Portanto, afirmamos mais uma vez que o status “triplo-A”, que reflete uma situação livre de riscos ou com risco remoto para a dívida soberana dos EUA, já foi perdido em algum ponto dos primeiros anos da última década, quando um gasto público esbanjador associado a uma indevida flexibilização das condições monetárias pelo Federal Reserve começou a estruturar o atual desequilíbrio macroeconômico.

A indústria de classificação de risco apresenta uma relutância até certo ponto compreensível em abordar a questão da medição total da contingência da dívida dos EUA, tendo em vista o status de *benchmark* global que as emissões dos Estados Unidos têm desfrutado até o momento e devido ao fato de que o dólar americano continua sendo a moeda de reserva para o mundo. Nenhuma dessas circunstâncias impõe um obstáculo insuperável à devida revisão da nota de classificação soberana dos EUA. Bem ao contrário da opinião convencional, o processo de



---

## SOBERANO – ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA – julho|2011

---

reconstrução da confiança do investidor será beneficiado caso nossa escala de classificação de risco seja mais apropriadamente aplicada à medição do “verdadeiro” nível de risco soberano do tesouro americano. Os mercados também serão beneficiados se souberem mais sobre as ameaçadoras sequelas da atual dinâmica da dívida, de forma que a opinião pública dentro e fora dos Estados Unidos tenha uma oportunidade mais adequada de reivindicar a sua oportuna correção. Uma agência de classificação de risco tem como peça fundamental de seu trabalho abordar e relatar qualquer mudança significativa no nível de risco de crédito, assim que ele surgir no solo econômico, como uma nova infestação. Qualquer relutância em reavaliar o panorama geral de risco para os cada vez mais complexos e frequentemente turbulentos anos futuros, por parte das agências de risco, pode muito bem diminuir a contribuição informacional que ainda é percebida como sua principal tarefa social, como pontes sobre o mar das assimetrias ligadas às informações econômicas.

### **O Pior Cenário transformou-se em Cenário Mais Provável**

Em sua avaliação do risco de crédito para os Estados Unidos, em 2009, a SR RATING traçou dois cenários de risco de crédito para a trajetória futura da dívida americana (2010-2019). Ambos os cenários foram devidamente considerados na avaliação da SR RATING, que acabou atribuindo um grau de nível AA à classificação soberana dos EUA. Hoje revisitamos tais cenários à luz dos eventos presentes e futuros. A dinâmica da dívida soberana dos EUA aproximou-se de nosso pior cenário, ao invés do cenário mais provável. Este fato em si não acarreta qualquer rebaixamento adicional a partir do nível de nossa prévia avaliação de risco, uma vez que o cenário menos virtuoso já era um resultado percebido e projetado, a partir de uma gama mais ampla de possibilidades relativas à trajetória da dívida. Qualquer que seja o caso, o pior cenário anteriormente traçado, hoje se transformou no cenário mais provável.

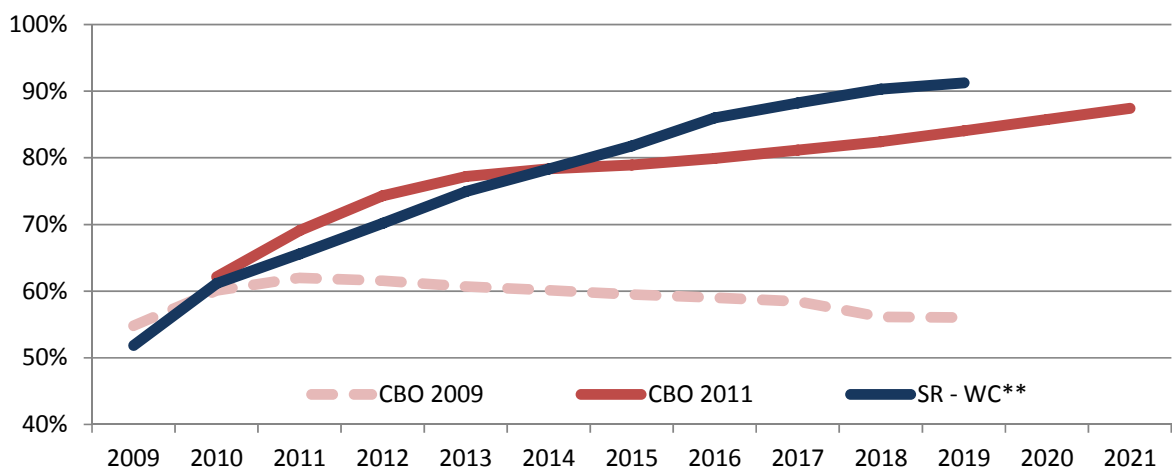


## SOBERANO – ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA – julho|2011

Com base em nossa avaliação, realizada em 2009, a trajetória da dívida americana pode ser comparada, para fins de ilustração, com dois exercícios diferentes, produzidos pelo Escritório de Orçamento do Congresso (CBO), uma instituição bipartidária do Congresso dos EUA. Em seu próprio exercício de 2009 sobre o acúmulo futuro da dívida, o CBO emitiu uma projeção completamente fora dos eixos, embora “cor-de-rosa”, pela qual a dívida federal dos EUA mantida pelo público conduziria uma rápida trajetória de estabilização em cerca de 60% do nível neste ano, sob a agora otimista suposição de que o crescimento do PIB seria em média 4% ao ano a partir de 2011, como mostrado no Gráfico 1. Como percebido anteriormente, o déficit fiscal tem sido lamentavelmente maior e a atividade nacional tem sido insistentemente mais lenta do que a oficialmente esperada. Desde então, o CBO revisou radicalmente suas projeções. As novas estimativas do CBO, em abril passado, agora estão muito mais alinhadas ao pior cenário possível, relatado pela SR RATING em maio de 2009.

**Gráfico 1**

### EUA: DÍVIDA FEDERAL MANTIDA PELO PÚBLICO\* (% PIB)



\* a parte mantida pela Previdência Social dos EUA é excluída

\*\* SR - WC: Pior Cenário Possível relatado pela SR RATINGS, em 2009

Fonte: Congressional Budget Office and RC Consultores



---

## SOBERANO – ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA – julho|2011

---

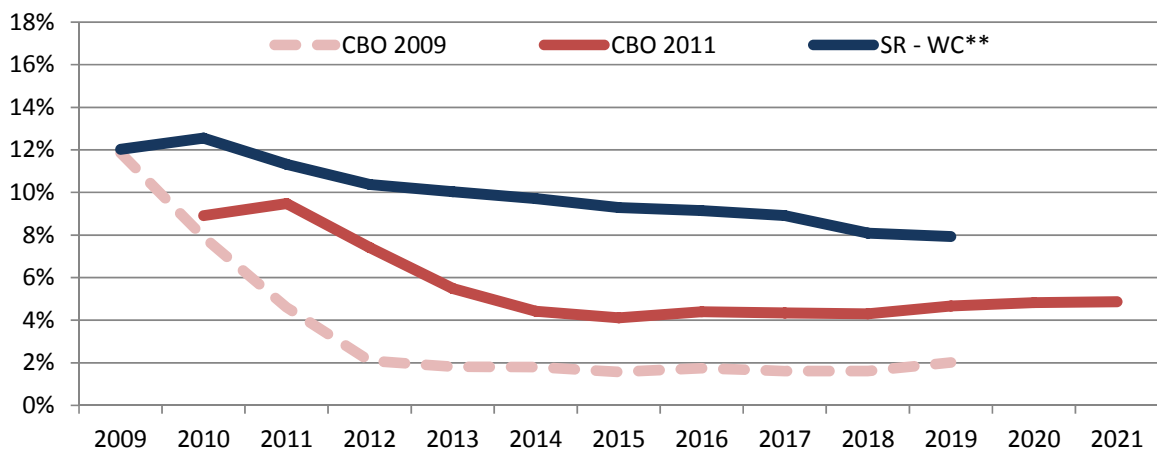
Por esta razão, como o pior cenário possível, relatado em 2009, agora se transformou no cenário mais provável, uma situação ainda mais pessimista precisa ser observada. Tal sequência de agravamento da dívida parece estar ligada ao panorama político interno dos EUA. As atuais discussões entre os congressistas americanos, em relação a uma receita eficaz de arrocho, possui uma clara conexão com a disputa “por baixo dos panos” em busca de popularidade e votos para a eleição presidencial, em novembro de 2012. Assim, até então a SR RATING não argumentaria contra um cenário mais provável, tomado de recentes proporções entre Dívida-PIB do CBO, nas quais seu futuro próximo projetado ainda prevê um aumento da dívida federal projetado sobre taxas mais altas do que nosso prévio pior cenário possível. Esta situação provavelmente continuará até 2013, pois estamos apostando nossas fichas em um novo governo – seja ele democrático ou republicano – que acate uma promessa de estabilização de dívida mais radical. Embora nos lembremos defensivamente de que este talvez não seja o fim da história da saga de luta contra o déficit e a dívida nos EUA, continuamos esperançosos de que a ampla definição de uma política de estabilização econômica efetiva ainda se encontre amplamente nas mãos dos líderes políticos americanos e de ninguém mais além dos Estados Unidos. Dito isso, a dinâmica da dívida americana exigirá que seus déficits fiscais anuais comecem a se estabilizar ao redor de 4% do PIB, por volta de 2014, no máximo, como mostrado nas novas projeções de déficit fiscal do CBO (Gráfico 2). Isso pode ajudar a conservar a dívida americana mantida pelo público um pouco abaixo do nível do teto, de 90%, na virada da próxima década.



## SOBERANO – ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA – julho|2011

**Graph 2**

### EUA: DÉFICITS DO ORÇAMENTO FEDERAL \* (% PIB)



\* Previsões 2011-2019

\*\* SR - WC: Pior Cenário Possível relatado pela SR RATINGS, em 2009

Fonte: Congressional Budget Office and RC Consultores

### **Perspectiva de Classificação Soberana: Estável**

A economia mundial provavelmente sentirá a fase mais penosa da atual depressão entre 2012 e 2013. Esse sentimento de naufrágio tem sido camuflado por várias sessões de “afrouxamento monetário”. Essas políticas adaptáveis têm se tornado indevidamente caras e perturbadoramente ociosas. Na Europa e nos Estados Unidos, os inevitáveis cortes entre portadores de títulos de valores nominais da dívida acabarão levando a um impacto sobre os níveis de solvência percebidos de seus respectivos sistemas bancários. Esse efeito indireto de amortização de créditos mal parados sobre a economia real é geralmente mal interpretado pelo público em geral como “a chegada do fim”, gerando, assim, uma redução do apoio político às medidas impopulares. Este será o momento certo para que a SR RATING revise novamente a



---

## **SOBERANO** – ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA – julho|2011

---

classificação soberana dos EUA, através das lentes da liderança política do país e a partir da perspectiva de seu poder de resolução e criatividade em relação à política econômica, uma vez que tais características serão muito exigidas, a fim de evitar que a dinâmica da dívida se torne insuportavelmente complicada para a nação. Até lá, a qualidade do crédito soberano dos EUA é percebida pela SR RATING como estável, de acordo com seu atual grau AA<sup>SR</sup>.

**Comitê de Classificação de Risco**

**SR RATING**

**São Paulo, 30 de Julho de 2011.**