

INDICADORES ECONÔMICOS NA ANÁLISE DE INTELIGÊNCIA – ESTUDO SOBRE OS ÍNDICES DE RISCO SOBERANO

Eduardo Castello*

Resumo

O objetivo do presente artigo é determinar a adequação do uso de indicadores de risco soberano na análise de Inteligência. Entre os indicadores utilizados para se avaliar a situação econômica geral de um país, estão os de natureza estritamente quantitativa, como o EMBI+, e os ratings soberanos, que congregam características qualitativas e quantitativas. A razão para o uso disseminado desses índices é o fato de que eles resumem quantidade significativa de dados disponíveis para os agentes econômicos, com ênfase para aqueles que atuam no mercado financeiro, ao captar informações sobre os fundamentos econômicos de um país objeto de análise. Nesse sentido, busca-se tanto avaliar em que medida as duas categorias de indicadores são eficientes em sintetizar dados sobre fundamentos econômicos, quanto contextualizar de que forma esses indicadores servem como suporte para exercícios de análise de Inteligência Econômica. Conclui-se que é recomendável à análise de Inteligência utilizar ambos os índices de maneira complementar; aqueles puramente quantitativos possuem maior precisão, mas são menos abrangentes; os ratings soberanos contam com menor confiabilidade, mas têm maior completude.

Palavras-chave: *Risco soberano; Inteligência Econômica; Análise de Inteligência.*

Introdução

O objetivo do presente artigo é determinar as condições de utilização de tipo particular de indicador econômico, os índices de risco soberano, no processo de análise de Inteligência. Esses índices são comumente usados como referência em relatórios de consultorias econômicas e de analistas de fundos de investimento, com o intuito de nortear decisões de investimento. Sob a perspectiva analítica, avalia-se se esses indi-

cadores são eficientes ao sinalizarem o comportamento de variáveis atinentes à situação econômico-financeira de um país de interesse. Em outras palavras, questiona-se se eles sintetizam adequadamente as informações dos fatores subjacentes a esses índices, se o fazem de maneira tempestiva e fidedigna, e em que medida esses índices são úteis em avaliações de curto e de longo prazo para a economia em análise.

* Oficial de Inteligência

Para se atingir esse objetivo, organizou-se o trabalho em cinco seções: primeiro, delinea-se o que são indicadores de risco soberano, qual sua relevância e em quais categorias eles podem ser organizados. Em seguida, avalia-se o que informam esses índices, em termos de dados econômicos e financeiros, e quão bem desempenham essa tarefa. Apresentamos uma breve revisão da literatura sobre o trabalho de Inteligência na área econômica, antes de ponderar quais os prós e os contras da utilização desses indicadores no contexto analítico. Por fim, concluímos o artigo, ao apontar quais as lacunas de conhecimento persistem a respeito do tema.

Tipos e características dos indicadores de risco soberano

Indicadores de risco soberano são instrumentos criados para se avaliar o risco percebido por agentes econômicos a respeito dos títulos de dívida emitidos por Estados. A formação das expectativas dos investidores sobre a capacidade de pagamento desses títulos baseia-se, principalmente, em avaliações sobre variáveis econômicas relevantes, tais como a razão entre dívida pública e o Produto Interno Bruto (PIB), o estoque de reservas cambiais acumuladas junto à autoridade monetária (no Brasil, o Banco Central do Brasil – BCB), a razão entre essas reservas e volume de importações mensais do país, e a trajetória do comporta-

mento do Resultado Primário – superavitário ou deficitário – do governo federal ou esfera equivalente. Conjuntamente, esses indicadores são úteis para se julgar a solidez econômica e financeira dos países-alvos das avaliações. Um país que apresente bons indicadores é considerado possuidor de grau de investimento, ou seja, é reduzida a probabilidade de que o retorno sobre investimentos realizados ali sofra a influência negativa de fatores relacionados à condução econômica do país – p. ex., uma recusa ou incapacidade do governo de pagar os credores de parte das dívidas que emitiu no passado.

Existem duas categorias de indicadores de risco soberano¹. A primeira é a dos indicadores que agregam informações de natureza estritamente quantitativa. Um índice comumente utilizado para mercados emergentes, como o Brasil, é o *Emerging Markets Bond Index* (EMBI+ Global, para o conjunto dos países emergentes, e EMBI+ específicos para cada país, como o EMBI+ *Brazil*), calculado pelo banco de investimento J.P. Morgan². O EMBI compreende cestas de títulos de dívida externa de longo prazo (acima de um ano) dos países em análise, comparadas a conjuntos de títulos públicos dos Estados Unidos da América (EUA) de características semelhantes, como o prazo (no jargão, maturidade). O motivo dessa comparação é que os títulos estadunidenses são considerados, na

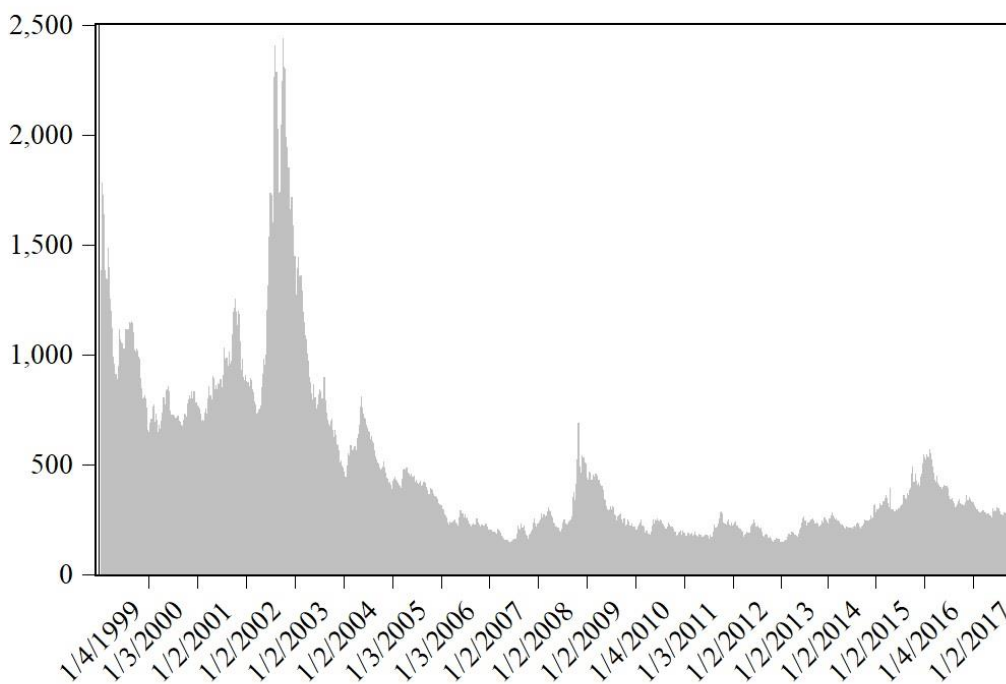
¹ Risco soberano e risco-país são conceitos distintos. O primeiro tende a levar em consideração elementos estruturais macro e microeconômicos nas avaliações, enquanto o segundo, além desses fatores, contempla fatores conjunturais, p. ex., o relacionamento político entre Executivo e Legislativo. Para explicações adicionais, cf. o material disponibilizado pelo BCB a respeito, disponível em <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-en/FAQs/FAQ%2009-Country%20Risk.pdf>.

² Cf. J.P. Morgan (1999).

prática, isentos de risco de calote; logo, são a referência para o que se denomina de instrumento livre de risco (em inglês, *risk-free benchmark*). O diferencial obtido entre os retornos totais dos títulos das duas cestas, comumente denominado *spread*, é resumido no indicador EMBI, em termos de pontos-base (um ponto-base corresponde a 0,01%). Esses retornos são função direta das taxas de juros ofertadas pelos emissores dos títulos, e função inversa do preço, ou do valor de face, desses títulos.

Variações no indicador de risco soberano são capazes de refletir mudanças na percepção de incertezas políticas e econômicas que possam ameaçar a dinâmica de pagamento da dívida. Aumentos nesse índice significam que os investidores consideram o país mais arriscado. Em decorrência disso, eles cobram taxas de juros mais altas para adquirir novos títulos. A análise do comportamento desse índice no caso brasileiro, de 1999 a 2017, conforme o Gráfico 1, é pertinente nesse contexto.

GRÁFICO 1: EMBI+ *Brazil* (1999:01 - 2017:09).



Fonte: adaptado de Ipeadata.

Em janeiro de 1999, com a adoção do modelo do tripé macroeconômico³, o risco-Brasil começa a ceder, resultado da melhora nas expectativas dos investidores em relação aos fundamentos econômicos

brasileiros. As eleições presidenciais em 2002 provocaram fortes incertezas, atribuídas à ausência de discurso econômico coeso da parte do comitê de campanha do Partido dos Trabalhadores (PT). O ín-

³ Marco conceitual da teoria econômica, produto do consenso de que a estabilidade econômica requer, simultaneamente, compromisso com geração de superávits primários, flutuação cambial e metas de inflação. Para um tratamento atualizado sobre a adoção desse construto no Brasil, ver Bonomo, Brito e Martins (2014).

dice de risco variou mais de 200% entre março e julho desse ano, de 718 para 2.341 pontos-base. O “vale” entre os dois “picos” em 2002 é atribuído pela literatura econômica⁴, entre outros fatores, à publicação da “Carta ao Povo Brasileiro”, de autoria de Antônio Palocci, em 22 de junho.

O mercado internacional levou poucos dias para absorver a informação⁵, registrada na redução da média do índice observada em agosto. Os níveis de risco alcançariam patamares mais estáveis com a confirmação de Palocci como titular da pasta da Fazenda em 2003. A posse do novo ministro foi acompanhada de uma série de medidas favoráveis à captação de investimentos estrangeiros e da presença de sinais favoráveis à continuidade da política econômica da gestão anterior. Observe-se que, seis anos depois, no decorrer da crise de 2008, a amplitude das variações do EMBI foi reduzida, se comparada à de 2002 e à dos indicadores de outros países emergentes. Isso ocorreu devido à influência de variáveis econômicas brasileiras relacionadas ao setor externo, como a estratégia de acumulação de reservas de moeda estrangeira no Banco Central.

A segunda categoria de indicadores de risco soberano é composta por notas atinentes ao grau de solvência de países e de corporações privadas, chamados *ratings*. De acordo com o manual da Standard & Poor’s (2012), as variáveis contempladas na análise estão agrupadas

em duas grandes categorias: o Perfil Institucional, de Governança e Econômico e o Perfil de Flexibilidade e Desempenho (este, composto pelos Escores Externo, Fiscal e Monetário). Os *ratings* correspondem a um conjunto determinado de notas, referentes a diferentes graus de solvência. Estes níveis de solvência são expressões de probabilidades de calote.

Na metodologia da S&P, essas notas estão compreendidas em um intervalo entre AAA+ (títulos com grau de investimento máximo, probabilidade de calote próxima de zero), passando por BB+ (títulos especulativos sem grau de investimento, probabilidade de calote de 5,7%), até SD/D (em calote seletivo ou generalizado). O Gráfico 2 mostra a trajetória dos *ratings* atribuídos ao Brasil de 1999 até 2017. A nota dos títulos brasileiros emitidos em moeda estrangeira até setembro de 2015 foi BBB-, a última nota de grau de investimento (probabilidade de calote de 3,02%, um nível acima de BB+). A partir dessa data, o país foi novamente rebaixado para BB+, com piora subsequente, até a nota atual, BB (referência: outubro de 2017), o que reflete uma deterioração da percepção de risco em relação ao Brasil. Ao comparar o gráfico 2 com o anterior, pode-se perceber que os *ratings* das agências não respondem da mesma maneira que o EMBI+, e tendem a ser mais rígidos; trataremos dessa questão adiante, ao contemplar as diferenças entre indicadores estritamente quantitativos e aqueles que combinam aspectos qualitativos e quantitativos.

⁴ Cf. Giambiagi (2005, pp. 206-8).

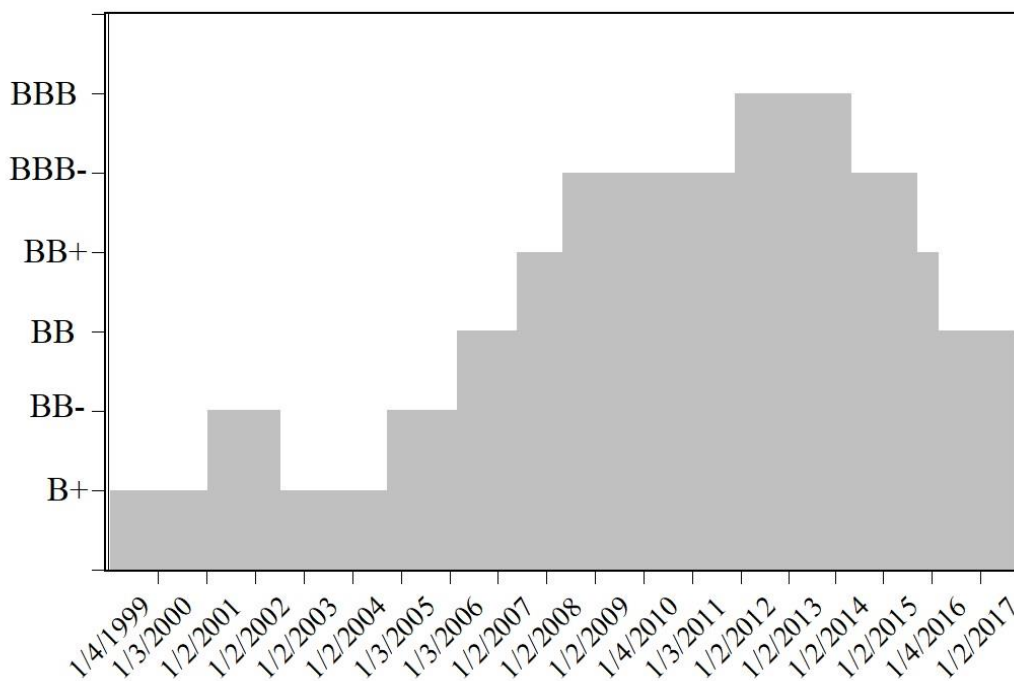
⁵ No jargão do mercado financeiro, dir-se-ia que a informação foi “precificada”, pois ela foi incorporada ao preço do ativo financeiro.

Note-se que o marco cronológico abrangido pelos dois indicadores, durante os quais o país apresentou notas compatíveis com grau de investimento (abaixo de 200 pontos-base, no caso do EMBI+, ou grau BBB e BBB-, no caso do *rating* da S&P), é coincidente.

A combinação de elementos quantitativos e qualitativos possibilitaria corroborar ou refutar sinais de curto prazo e tendências de longa duração detectados nas variáveis. As agências, de acordo com Bhatia (2002, p. 12), desenvolveram métodos de tomada de decisão que conjugam a análise numérica e objetiva, com o exame qualitativo. O lado subjetivo da avaliação é feito por meio de entrevistas entre os funcionários das agências de

rating e autoridades governamentais da área econômica do país avaliado. Posteriormente, a avaliação será conduzida por um *desk* de análise, dividido por regiões geográficas. Os relatórios elaborados pelo *desk* são levados a um comitê deliberativo de alto nível na agência: essa é a instância responsável pela decisão sobre qual nota será conferida a determinado país e se devem ocorrer alterações⁶. A justificativa para que as notas não sejam baseadas apenas em indicadores objetivos é o fato de que um calote soberano pode não significar apenas a incapacidade financeira de cumprir os acordos de dívida, mas ser resultado de um cálculo político doméstico, como a suspensão temporária de pagamento de dívidas vencidas a credores externos.

GRÁFICO 2: *Ratings* atribuídos à dívida soberana do Brasil emitida em moeda estrangeira pela Standard & Poor's (1999:01 – 2017:09).



Fonte: adaptado de Standard & Poor's.

⁶ Bhatia, op. cit., p. 26.

Além da S&P, outras agências de *rating*, como a Fitch e a Moody's, compartilham semelhanças metodológicas⁷. Além da utilização pelos agentes do mercado financeiro, os *ratings* soberanos tornaram-se objeto de atenção da mídia especializada por diversos motivos⁸: são mais simples de serem compreendidos que os indicadores puramente quantitativos; são ofertados por um conjunto crescente de instituições; e são utilizados para a avaliação tanto de títulos de dívida públicos, quanto de títulos corporativos – o *rating* de uma empresa é determinado, em grande medida, pela percepção do nível de risco do país onde ela está sediada.

O conteúdo informacional dos indicadores de risco soberano

A fim de clarificar quais informações os índices de risco soberano são capazes de sinalizar, apresenta-se exemplo hipotético de situação em que a análise desses indicadores seria empregada para reduzir incertezas acerca de problema enfrentado pelo Brasil. Considere-se um cenário em que um país fornecedor de insumo relevante para o setor produtivo brasileiro, chamado Paribali, registre deterioração aguda, antecipada pelo mercado, de suas condições econômicas. Isso ocorre, p. ex., devido à imposição de sanções econômicas. A situação econômica desse país teria piorado de tal forma que a oferta desse insumo para o Brasil encontra-se ameaçada.

A utilização desse insumo comporta-se de forma análoga ao fornecimento energético: não é possível substituí-lo no curto prazo por outro tipo, assim como não é possível alternar entre o uso de carvão e de gás natural em uma mesma planta industrial. O encarecimento, a redução ou, no pior dos casos, a interrupção do fornecimento desse insumo provocaria impactos significativos nos parques industriais do Brasil, aos quais se seguiriam problemas macroeconômicos de natureza sistêmica, como redução da produção industrial, problemas na manutenção dos níveis de emprego em zonas industriais e desequilíbrios na balança comercial.

Nesse sentido, torna-se necessário analisar a causa eficiente dessa ameaça, a piora econômica em Paribali. Considerando-se que o mercado previu a evolução dessa deterioração, é seguro supor que os indicadores de risco soberano traduzam as expectativas negativas de investidores e de analistas financeiros. A trajetória histórica desses indicadores seria avaliada a fim de se estabelecer padrões sobre os fatores historicamente relacionados ao risco econômico-financeiro desse país, ou seja, sobre as variáveis que estejam correlacionadas com situações passadas análogas ao processo de desestabilização.

Historicamente, um indicador como o EMBI mostraria como os títulos de Paribali são avaliados, em termos de risco, pelo conjunto dos investidores desse

⁷ Em estudo sobre as variáveis que influenciam os indicadores de risco soberano, Cantor e Packer (1996, p. 43) apontaram que a Moody's confere maior peso ao estoque de dívida externa, enquanto que a S&P valoriza mais o histórico de calotes.

⁸ Para um exemplo de crítica a essa adoção ampla dos *ratings* pelo mercado financeiro, conjugada com uma avaliação dos fatores que tornam índices de risco soberano atraentes, cf. o artigo de Masciandaro (BIS paper no. 72), *Sovereign debt: financial markets over-reliance on credit rating agencies*, de 2012.

ativo financeiro. A trajetória desse indicador revelaria episódios de incerteza política e de fragilidade em variáveis macroeconômicas estratégicas – especialmente as que refletem a situação fiscal e externa do país. O EMBI refletiria também os momentos em que as autoridades econômicas foram bem-sucedidas em alinhar as expectativas do mercado e em conferir maior credibilidade às suas decisões. Em relação a Paribali, seriam duas as vantagens na utilização desse indicador: a primeira é a elevada capacidade de resumir os dados disponíveis para os agentes econômicos envolvidos no mercado de títulos públicos desse país⁹. Além disso, conforme observado no caso do Brasil, o hiato temporal que separa eventos positivos ou negativos no país-alvo e as respectivas variações no EMBI é, em geral, curto, embora não imediato. Em outras palavras, indicadores desse tipo responderiam de forma rápida a eventos econômicos e políticos que ocorram no âmbito doméstico.

Os relatórios de *ratings* soberanos de Paribali, por outro lado, apresentariam variáveis políticas e econômico-financeiras agregadas, que conferem suporte à nota dada pela instituição avaliadora. O ponto forte dos *ratings* é a completude: nos relatórios, as variáveis relevantes são apresentadas de maneira histórica, com comentários metodológicos que permitem ao leitor fazer inferências acerca da qualidade dos dados estatísticos que

subsidiaram o relatório. O relatório de avaliação do *rating* dado aos títulos públicos de Paribali seria forma eficiente de se acessar, em um mesmo documento, dados resumidos de diversas categorias financeiras, econômicas e políticas.

Existem, contudo, lacunas específicas a serem preenchidas para cada tipo de indicador utilizado na análise de Paribali. Em relação ao indicador quantitativo, há casos, como o da Argentina, em que os países estão ausentes do mercado internacional de dívida por tempo considerável, de forma que os indicadores de risco soberano permanecem em patamares críticos, e não respondem com precisão a eventos drásticos como os ocorridos em Paribali. Os investidores assumem que os títulos emitidos por esses países são de natureza arriscada – são chamados de “títulos-lixo”, ou *junk bonds*. Logo, a sinalização do indicador não responderia proporcionalmente à gravidade da situação.

Países emergentes como Paribali tendem a apresentar desempenho econômico mais volátil que o das economias desenvolvidas, logo, há probabilidade não desprezível de que um indicador semelhante ao EMBI apresente esse tipo de comportamento. Há outras situações em que uma convulsão política – como o caso da Bélgica no início dos anos 2010, em que o país ficou sem governo formado por quase dois anos – não é suficiente para

⁹ Há literatura ampla na área microeconômica sobre a eficiência dos mercados, em termos de formação de preços, e o papel das expectativas dos agentes econômicos. As contribuições seminais nesse sentido foram dadas por Arrow e Debreu (1956), e Fama *et al.* (1969). Uma das condições para que um mercado seja fortemente eficiente é que toda a informação sobre um ativo financeiro (p. ex., uma ação) esteja contida nos preços desse ativo. Em outros termos, tudo que há para saber sobre esse ativo é de conhecimento de todos os participantes do mercado.

abalar os pilares de sustentação econômica do país. No caso belga, a inexistência de histórico de calote em títulos de dívida soberana e a presença de instituições econômicas supranacionais – nesse caso, o Banco Central Europeu – serviram para suavizar a percepção de risco.

Em relação aos *ratings*, não raro, as agências assumem postura de observação em face de eventos críticos, a fim de mitigar decisões precipitadas. Em decorrência disso, a resposta dos *ratings* a esses eventos é, em geral, lenta. Por esse motivo, esses indicadores são mais adequados como norteadores de decisões de investimento de longo prazo (mais de um ano), tendo menor serventia para aplicações de curto prazo (um ano ou menos). Além disso, o processo de tomada de decisão dos comitês deliberativos a respeito da nota de um país não é aberto ao público; dessa forma, não se pode conhecer diretamente a formação do elemento subjetivo dos *ratings*. As agências vendem suas notas para os emissores governamentais e corporativos, além de concorrerem entre si, o que contribui para que as notas possam ser artificialmente infladas¹⁰.

A forma como as agências de *rating* rebaixaram a nota dos títulos públicos da Grécia durante a crise de dívida soberana no país em 2010, de maneira abrupta, apenas quando os problemas mostraram-se evidentes, provocou questionamentos sobre a consistência desses

índices¹¹. Seria incorreto dizer que os fundamentos da economia grega eram sólidos naquele ano, embora, com base nos *ratings*, poder-se-ia afirmar que a situação grega não periclitava: a nota, pela S&P, era BBB+, grau de investimento, em março de 2010, e caiu para BB+, grau especulativo, no mês seguinte; o mesmo processo demorou quase três anos no Brasil, conforme a descrição no gráfico 2. O efetivo rebaixamento do *rating* grego pela S&P, em 27 de abril de 2010, somente ocorreu quando os problemas tornaram-se óbvios. Esse país sofria de vulnerabilidades severas nas áreas fiscal e externa, que ameaçavam não apenas a solvência dos títulos emitidos pelo Tesouro da Grécia, mas colocavam em xeque o conjunto da economia nacional de forma sistêmica, ao prejudicar o pagamento a aposentados e o fornecimento de serviços públicos essenciais.

Com base nessa discussão, seria razoável supor um uso complementar dos dois indicadores de risco. Antes de evoluir para um debate mais pormenorizado nesse sentido, apresentamos algumas contribuições que auxiliam a localizar esse tema no contexto da área de Inteligência.

Análise de Inteligência na área econômica

Na literatura, há contribuições que ressaltam o peso da análise econômica para o trabalho de Inteligência, e como essa tarefa articula-se com as demais atividades estatais e com as demandas da so-

¹⁰ O conflito de interesses entre as agências de *rating* e os compradores de ativos financeiros cancelados por elas tornou-se caso paradigmático, além de fato amplamente divulgado na mídia. Ver, p. ex., o verbete *principal-agent problem* no site Investopedia (www.investopedia.com), em que essa situação – a venda de *ratings* – é dada como exemplo.

¹¹ *Rating agencies criticized by European Commission* - <http://www.bbc.com/news/business-14043293>.

cidade. Lewis (1993), p. ex., enfatiza a importância de compreender de que forma tanto o mercado de capitais quanto o sistema bancário funcionam como engrenagens relevantes de uma economia nacional. Segundo o autor, nessas áreas, o trabalho de Inteligência insere-se, simultaneamente, como ferramenta de detecção de problemas em setores vulneráveis da economia nacional – p. ex., a exposição dos bancos a ações de organizações criminosas – e como instrumento de acompanhamento de situações no mercado financeiro internacional com capacidade de desestabilizar os setores produtivos domésticos.

Porteous (1995) levanta os desafios para o desenvolvimento da atividade de Inteligência nas áreas econômica e comercial, tendo como pano de fundo a realidade canadense. O autor descreve cinco tarefas (pp. 288-9) relacionadas ao desempenho histórico de ações na área, em ordem de sensibilidade: suporte de Contraineligência (a menos controversa, e produto tipicamente oferecido); provimento de Inteligência para autoridades sobre temas e países de interesse, cujo acesso é indisponível por outros órgãos governamentais; monitoramento de acordos comerciais, semelhante à atividade de *compliance*; influência, incluindo desinformação e ações encobertas em países de interesse; e espionagem econômico-comercial (a mais controversa).

De maneira semelhante, Luong (*in* Johnson, 2012) pondera sobre os prós e os contras da coleta de Inteligência Econômica, em face dos esforços crescentes

de determinados países em empreender ações de coleta ilegais. O autor tece considerações acerca da expansão dos sistemas de Inteligência contemporâneos na direção da coleta de dados econômicos (p. 164), em resposta ao aumento da competição internacional e ao maior grau de vulnerabilidade dos Estados a choques econômicos adversos vindos do exterior. Maior competição, conjugada com maior abertura do relacionamento comercial entre países, implica que mais agentes econômicos têm incentivos para burlar regramentos internacionais e executar ações hostis. Obter dados sobre esses problemas torna-se tarefa especializada, que, em geral, sobrepõe a capacidade dos ministérios de relações exteriores em lidar com esses desafios; firmas e órgãos de representação setorial também encontram limitações para a empreitada. Por conseguinte, essa tarefa torna-se cabível ao aparato de Inteligência estatal. Para o caso brasileiro, isso está explícito no texto da Política Nacional de Inteligência¹², item quatro, onde se lê que a crescente relevância econômica e comercial do país, combinada à complexidade do cenário global, recomenda que a análise das ameaças seja feita de maneira integrada.

Por fim, a análise dos indicadores de risco soberano, da forma como foi exemplificada neste artigo, guarda proximidade com quatro pontos estabelecidos por Zelikow (1997), quando abordou quais as condições para o uso eficaz da análise de Inteligência Econômica. O primeiro é fornecer informações diferenciadas para os decisores, que é uma característica

¹² Decreto nº 8.793, de 29 de junho de 2016.

típica da atuação de órgãos de Inteligência de Estado, na qual sobreposições em relação a outros órgãos de governo devem ser evitadas. Em seguida, o autor recomenda que se deva operar em áreas em que há poucas informações abertas, onde entra o problema de agregação de valor ao produto de Inteligência; abordaremos esse problema na próxima seção. O terceiro ponto é adequar os dados a demandas específicas: em geral, esses dados são de natureza estratégica, ou seja, atinentes a temas em que a competição entre agentes estatais prepondera sobre a cooperação entre eles.

Por último, é necessário agir em áreas onde a atuação de entidades privadas não é viável. Isso se seguiria por três motivos: i) por causa da necessidade de escala para as ações, ou seja, apenas o Estado seria capaz de concentrar os recursos necessários para financiar e organizar, sob padrões de segurança adequados, ações de coleta, de busca e de processamento de dados necessárias para a avaliação do tema; ii) pela existência de obstáculos legais para a atuação privada na área, apesar de existirem firmas capazes de arcar com os custos operacionais da atividade; e iii) o assunto em questão extrapasa o interesse de uma firma singular e o de organizações de representação setorial, ao englobar segmentos mais amplos dos setores produtivos do país.

Indicadores de risco soberano sob a ótica da análise de Inteligência: vantagens e obstáculos

Sob a perspectiva da análise de Inteligência propriamente dita, o uso de indicadores econômicos suscita, pelo menos,

três questões. A primeira é se índices de risco soberano são confiáveis, ou seja, se servem como insumo para o trabalho de Inteligência, ao sintetizar a percepção dos agentes econômicos a respeito do nível de risco a que estão expostos. A resposta a esse questionamento é positiva, com ressalvas, para ambos os índices estudados aqui. Indicadores como o EMBI tendem a ser precisos, pois os dados utilizados nos indicadores estão disponíveis em diversas fontes de dados estatísticos, e a fórmula adotada pelo JP Morgan para o cálculo é de amplo conhecimento. O uso desses indicadores seria mais seguro, garantido por sua objetividade intrínseca. Além disso, esses índices traduzem de maneira ágil a forma como o mercado molda suas expectativas acerca das vulnerabilidades dos fundamentos econômicos de países de interesse. Trata-se de um indicador eficiente para captar movimentos do mercado financeiro de curto prazo, em termos de dias ou de semanas.

Ao se observar a dinâmica do EMBI+ na situação do Brasil, pôde-se identificar o efeito da implementação de medidas econômicas após a crise cambial de 1999, que aprimoraram os fundamentos macroeconômicos brasileiros (redução de 48%, de 1.345 pontos-base em fevereiro de 2002, para 647 pontos em fevereiro de 2000). A ameaça, não consumada, do desmonte dessas medidas em 2002 também foi registrada de maneira precisa por esse indicador, conforme mencionado na seção 2. Com o benefício do olhar progressivo, é possível dizer que, para a realidade brasileira, esse indicador conseguiu traduzir em números as incertezas percebidas por agentes

econômicos. Em resumo, índices quantitativos são confiáveis, embora o escopo de inferências que se pode realizar a partir deles é restrito a asserções sobre a percepção dos agentes econômicos presentes no mercado financeiro – bancos, fundos de investimento etc. – em relação ao risco que o Brasil oferece para investimentos financeiros no país.

Em relação aos *ratings*, o grande obstáculo para se avaliar esse indicador é o desconhecimento sobre as decisões dos comitês deliberativos a respeito da nota a ser conferida a determinado país – isso afeta a rigidez a que se aludiu ao se comparar os gráficos do EMBI+ e o dos *ratings* da S&P. O componente político que envolve as decisões de *rating* influencia negativamente a utilidade deles para o trabalho analítico. O lado positivo desses indicadores é o fato de que os relatórios que acompanham as decisões de mudança ou manutenção de um *rating* soberano são, em geral, coerentes com a decisão, apresentam elementos de análise sobre o objeto de avaliação e contemplam número significativo de variáveis. Em comparação com os indicadores estritamente quantitativos, os *ratings* são menos tempestivos em relação ao fato que pretendem ilustrar. Pode-se dizer que são mais rígidos que indicadores como o EMBI para responder a eventos negativos, semelhantes àqueles ocorridos em Paribali, embora se deva frisar que a avaliação sobre a solvência de um ente nacional

terá horizonte temporal mais longo. Assim, trata-se de um índice melhor para se compreender a situação de longo prazo de um país de interesse, em termos de semestres ou de anos. Além disso, a variedade de dados considerados na elaboração das notas torna-os mais completos, capazes de permitirem inferências mais amplas sobre a situação estrutural da economia do país-alvo.

A segunda pergunta é como a análise sobre os dados disponíveis para os agentes econômicos no mercado, traduzidos pelo EMBI¹³ e coletados de maneira abrangente pelas agências de *rating*, é apropriada para basear o assessoramento do processo de tomada de decisão, tarefa fundamental da Atividade de Inteligência. Trata-se aqui de se abordar o problema de agregação de valor à análise, especialmente quando o substrato dela é composto por dados de fontes abertas. O uso de dados dessa natureza é necessário, pois permite delimitar-se o problema econômico externo que gera a ameaça sobre os setores produtivos domésticos. Serve para: i) clarificar o entendimento a respeito dos condicionantes econômicos do processo; ii) conceber as trajetórias prováveis dessa ameaça na área econômica, ou seja, para fundamentar exercícios de cenários; e iii) condicionalmente a essas trajetórias, ponderar a dimensão dos impactos dessa ameaça sobre a economia brasileira.¹⁴

¹³ Os conhecidos efeitos de “comportamento de manada” são referência quando se pondera acerca da conduta de investidores e da dinâmica do trânsito da informação nos mercados. Para um tratamento abrangente sobre as teorias a esse respeito, ver Hirshleifer & Teoh (2003).

¹⁴ Sobre as possibilidades de aplicação de ferramentas estatísticas na Atividade de Inteligência, especialmente métodos inferenciais bayesianos, cf. o artigo de Jack Zlotnick, Bayes’ theorem for intelligence analysis, disponível em www.cia.gov.br/library/center-for-the-study-of-intelligence/kent-csi/vol16no2/html/v16i2a03p_0001.htm. Acessado em 6 de setembro de 2017.

A obtenção de fontes capazes de gerar dados mais específicos é elemento fundamental para se complementar o conhecimento obtido por meio de dados abertos, que gera diferencial ao produto de Inteligência em relação às informações geradas por outros entes governamentais e privados. Sem a pretensão de esgotar o assunto neste texto, pode-se afirmar que, sem uma contextualização apropriada, esforços de coleta e de busca mais pontuais tenderão a ser mal direcionados, ou a produzir resultados aquém do esperado. Segundo Coulthart (2017, pp. 373-374), é possível encontrar outras análises suficientemente próximas daquelas feitas por órgãos de Inteligência, de forma a servirem como elementos acessórios de trabalho. Mas o diferencial do trabalho de Inteligência, o sigilo das fontes de dados e dos métodos empregados para obtê-los, torna-o único, p. ex., em relação a relatórios de consultorias econômicas¹⁵. Em decorrência disso, a agregação de valor do produto da atividade de Inteligência demanda a combinação entre a abrangência da análise, e a precisão das ações de coleta e de busca.

A terceira pergunta é qual a racionalidade que norteia essa tarefa analítica como um todo, a análise de Inteligência

de corte econômico. Aqui é pertinente retornar ao caso hipotético apresentado neste artigo. A diferença – ou, de forma mais precisa, a assimetria – de informação existente entre, de um lado, os diversos agentes econômicos expostos diretamente à crise de Paribali e, de outro, as autoridades do país, que naturalmente conhecem melhor a gravidade da situação doméstica e os desdobramentos possíveis da crise, é evidente. A essência do problema reside na *magnitude* dos efeitos dessa assimetria para as duas grandes categorias de afetados: investidores e terceiros Estados.

O grau de aversão de firmas de investimento a crises é considerável, por causa das perdas de fluxos de caixa gerados pelos investimentos financeiros perdidos¹⁶. Mas a sensibilidade de autoridades responsáveis pela condução econômica de um país afetado de forma sistêmica, como o Brasil em relação a Paribali no cenário exposto, será radicalmente diferente, mais profunda. De maneira análoga, as formas de reação dos atingidos pela crise serão de caráter distinto. Investidores, como fundos de pensão, contratam consultorias econômicas e firmas de Inteligência privada para melhorar seu conhecimento sobre as incertezas em

¹⁵ Uma passagem do texto do autor (ibidem) é pertinente ao tema aqui desenvolvido: “Apesar de não ser idêntico à análise de Inteligência, devido ao sigilo conferido a fontes e a métodos, o processo analítico [de consultorias privadas], em geral, é similar, uma vez que ele acontece em ambientes complexos e de alto risco, comumente sob pressão do tempo. Previsões de analistas financeiros, p. ex., incluem resultados altamente incertos sobre eventos que combinam baixa probabilidade e alto impacto, como a quebra de um mercado (...). Como resultado, estudos de fora da área de Inteligência são suficientemente semelhantes a ponto de serem úteis para os profissionais da área” (tradução nossa).

¹⁶ Analistas financeiros dominam as teorias de composição de portfólios de investimento e os métodos de diversificação de risco; logo, é crível supor que investidores de junk bonds tenham noção clara do risco de calote. Sendo assim, exercerão controle sobre o grau de exposição dos investimentos a países como Paribali. Para maiores detalhes sobre as teorias de risco e retorno, ver, p. ex., Ross e Westerfield (2009), caps. 11 e 12.

países onde tenham investimentos. Estados, por sua vez, necessitam de instituições de maior porte, capazes de mobilizar recursos em maior escala.

Na medida em que estão expostos a um número maior de riscos, e que o número de afetados é muito superior (potencialmente, todos os cidadãos, incluídos os empresários, os trabalhadores etc.), Estados mantêm sistemas de Inteligência. Assim, por terem mais a perder em contextos de forte incerteza, torna-se necessário aos entes estatais recorrer a processos diferenciados de obtenção e de processamento de dados. A soma desses dois fatores, a assimetria de informação e a dimensão desproporcional do impacto de eventos econômicos adversos sobre os setores produtivos nacionais, resulta na produção de conhecimentos de Inteligência que conjuguem coleta, busca e processamento de dados abertos, sigilosos e, pontualmente, de dados negados.¹⁷

O exemplo hipotético de Paribali, somado ao debate acerca do uso de dados abertos e negados, ilustra situação típica enfrentada por uma fração de análise de Inteligência Econômica. Muitas vezes, informações detalhadas a respeito de temas estratégicos não existem, não atendem às necessidades mínimas de quem necessita saber o que fazer a respeito, ou não são suficientemente confiáveis. Aumentar o conhecimento sobre riscos escondidos em eventos críticos, em outras palavras, reduzir a incerteza de tomadores de de-

cisão sobre fatos que não são imediatamente dedutíveis dos dados existentes, é, em última instância, o objetivo que fundamenta a Atividade de Inteligência.¹⁸

Considerações finais

Neste artigo, vimos que os indicadores de risco soberano possuem ampla aplicabilidade no trabalho de Inteligência voltado para a compreensão de desafios econômicos. Torna-se recomendável um uso complementar desses índices, uma vez que sinalizam com relativa eficiência a situação de curto e longo prazo de uma economia. Não representam solução pronta, mas são instrumentos úteis para se realizar três tarefas: diretamente, ajudam a avaliar o nível de fragilidade de variáveis estruturais, em termos econômico-financeiros, de países estratégicos para o Brasil, e a desenhar trajetórias prováveis de crises econômicas que ocorram nesses países; também permitem determinar a amplitude dos impactos dessas crises na interação entre o Brasil e os países-alvos da análise.

O exercício analítico proposto insere-se em um quadro mais amplo de trabalho de Inteligência. Conforme mencionado anteriormente, a análise dos vetores de ameaça contemporâneos exige esforço analítico que contemple não apenas elementos econômicos, mas também políticos, institucionais e sociais. A multidisciplinaridade tornou-se requisito para o melhor desempenho da atividade. A análise econômica, no entanto, não dispensa

¹⁷ Sobre o papel da Inteligência Econômica na agenda de segurança regional, cf. Herzog (2008).

¹⁸ Para uma discussão nesses termos, com ênfase no conceito de incerteza ligado à atividade de Inteligência, cf. Fingar (2011), pp. 3 e ss.

o aprofundamento técnico; para mencionar um tema conexo, a título de exemplo, veja-se o nível elevado de complexidade de questões relacionadas ao mercado financeiro e ao sistema bancário, somado à diversidade de artifícios contábeis em empresas de fachada, em face da monitoração dos fluxos de recursos da criminalidade organizada. O dilema, existente em outras áreas do conhecimento, entre especialização e generalização faz-se sentir na área de Inteligência e demanda ser adequadamente ponderado.

Este estudo destinou-se a investigar uma fração do trabalho de Inteligência Econômica, a saber, o uso de indicadores de risco no processo analítico. Há, evidentemente, tópicos abordados neste trabalho de maneira superficial que convidam a explorações posteriores: a integração da análise econômica de Inteligência no contexto institucional do Sistema Brasileiro de Inteligência (Sisbin), ou o papel da Inteligência na recuperação econômica brasileira são alguns deles. O papel dos dados abertos na análise de

Inteligência é outro assunto que requer atenção. Sente-se a necessidade de organizar a categoria “dados abertos” em subconjuntos distintos, como bases de dados estatísticos, relatórios oficiais e matérias de imprensa. No que se refere a dados numéricos, há algumas décadas, as Ciências Econômicas reconhecem a necessidade de processamento de grandes séries de dados, principalmente para exercícios de simulação de modelos econômicos e para a decorrente obtenção de parâmetros de interesse. Em relação à área de Inteligência, na atualidade, seria um contrassenso advogar em prol de privilégios exclusivos para a coleta de dados sigilosos e negados; estes possuem importância fundamental para a Inteligência, mas é recomendável que a dicotomia fontes abertas *versus* dados negados seja superada. O crescimento exponencial do financiamento destinado a ferramentas de análise de dados, aportados por órgãos governamentais e por firmas atuantes nos mais diversos mercados, são um sintoma de que há elementos propícios para discussão nesse debate.

Bibliografia

- ARROW, K. J., DEBREU, G. *Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy*. *Econometrica*, vol. 22, no. 3, pp. 265-290, 1954.
- BHATIA, A. *Sovereign credit ratings methodology: an evaluation*. IMF Working Paper 02/170. International Monetary Fund: Washington D.C., 2002.
- BONOMO, M., BRITO, R. and MARTINS, B. *Macroeconomic and Financial Consequences of the After Crisis Government-Driven Credit Expansion in Brazil*. Working paper of the Banco Central do Brasil, n. 378, December, 2014.
- CANTOR, R. & PACKER, F. *Determinants and impact of sovereign credit ratings*. *Economic Policy Review*, vol. 2, no. 2, pp. 37-53, 1996.
- COULTHART, S. *An Evidence-Based Evaluation of 12 Core Structured Analytic Techniques*. *International Journal of Intelligence and Counterintelligence*, vol. 30, no. 2, pp. 368-391, 2017.

- FAMA, E., FISHER, L. JENSEN & M. ROLL, R. *The adjustment of stock prices to new information*. International Economic Review, vol. 10, pp. 1-21, 1969.
- FINGAR, T. *Reducing Uncertainty. Intelligence analysis and national security*. Stanford University Press: Stanford, 2011.
- GIAMBIAGI, F. *Economia brasileira contemporânea*. Elsevier: Rio de Janeiro, 2005.
- HERZOG, J. O. *Using economic intelligence to achieve regional security objectives*. International Journal of Intelligence and Counterintelligence, vol. 21, no. 2, pp. 302-313, 2008.
- HIRSHLEIFER, D., TEOH, S. H. *Herd behavior and cascading in capital markets: a review and synthesis*. European Financial Management, vol. 9, issue 1, pp. 25-66, 2003.
- J.P. MORGAN. *Methodology brief: introducing the J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global)*. New York: 1999.
- LEWIS, J. E. *National security and capital markets*. International Journal of Intelligence and Counterintelligence, vol. 6:4, pp. 507-517, 1993.
- LUONG, M. A. *The challenges of economic intelligence*. In JOHNSON, L. K. *Handbook of intelligence studies*. New York: Routledge, 2012.
- MASCIANDARO, D. *Sovereign debt: financial markets over-reliance on credit rating agencies*. BIS paper no. 72. Bank for International Settlements: Basel, 2012.
- PORTEOUS, S. D. *Economic/commercial interests and the world's intelligence services: a Canadian perspective*. International Journal of Intelligence and Counterintelligence, vol. 8, no. 3, pp. 275-306, 1995.
- ROSS, S., WESTERFIELD, R. *Corporate finance*. McGraw-Hill: New York, 2009.
- STANDARD & POOR'S. *How we rate sovereigns*. New York: 2012.
- ZELIKOW, P. *American economic intelligence: past practice and future principles*. Intelligence and National Security, vol. 12, no. 1, pp. 164-177, 1997.