

2

Referencial Teórico

A análise dos determinantes do risco não é um exercício trivial, dado que ele é influenciado por fatores econômicos, financeiros e políticos que podem afetar a solvência de um país. Meldrum (1999) afirma: “country risk analysts need a comprehensive knowledge of international and macro economics as well as an understanding of the history and sociopolitical institutions in the target country to make a complete risk assessment”.

Edwards (1986) apresenta um dos primeiros trabalhos que buscam identificar empiricamente quais as variáveis relevantes para a determinação dos *spreads* no mercado de títulos. Para chegar ao modelo a ser estimado, o autor parte da condição de paridade que postula que o retorno esperado do ativo livre de risco, dado por $(1+i^*)$, deve ser igual ao retorno esperado do ativo arriscado:

$$(1-p)[1+(i^*+s)] = (1+i^*)$$

(1)

onde **s** é o prêmio de risco (*spread*) e **p** é a probabilidade, percebida pelo credor, de o título não ser honrado (probabilidade de *default*).

A conclusão deste estudo é que quanto maior a dívida de um país como proporção do Produto Nacional Bruto menor será sua capacidade de repagar novas dívidas, portanto maior a taxa de juros com a qual ele se defronta no mercado internacional de crédito. Por outro lado, quanto maior a taxa de investimento bruto de um país, menor o *spread* em seus empréstimos externos, pois melhor será sua perspectiva de crescimento no futuro.

Em um segundo experimento, Edwards (1986) também conclui que quanto menor o nível de reservas como proporção das importações, ou seja, quanto menor o ativo externo do país, maior sua probabilidade de insolvência, e, portanto, maiores serão os *spreads*. E, finalmente, quanto maior o *spread* no ano anterior, maior deve ser o *spread* no momento atual.

No trabalho de Cantor e Packer (1996) busca-se investigar os pesos atribuídos aos indicadores econômicos, pelas agências avaliação de risco *Moody's* e *Standard & Poor's*. Além disso, é avaliado o poder preditivo dos *ratings* na explicação das diferenças de *spread* entre países. Por fim, pretende-se medir se o anúncio da classificação de *rating* impacta o prêmio de risco no próprio dia do anúncio.

Definido esses pontos, os autores realizaram uma análise econométrica para 49 países, selecionando, com base em citações de relatórios emitidos pelas agências, oito possíveis determinantes do *rating*: renda per *capita* (-), taxa de crescimento do PIB (-), inflação (+), deficit fiscal (+), deficit em conta-corrente (+), dívida externa (+), nível de desenvolvimento econômico (-) e histórico de *default* (+). Variáveis que dizem respeito às condições políticas, sociais e institucionais dos países, não foram inseridas no modelo, em função da dificuldade em quantificar os critérios adotados na elaboração dos *ratings*.

As regressões econométricas, estimadas pelo método *OLS – Ordinary Least Square*, foram efetuadas para quatro diferentes especificações, cujas variáveis independentes são: i) média do *rating* para as duas agências; ii) *rating* da *Moody's*; iii) *rating* da *Standard & Poor's*; iv) diferença entre as duas agências.

Das variáveis testadas no modelo, tem-se que, com exceção da situação fiscal e do saldo em conta-corrente, todas as variáveis apresentaram coeficientes significativos e com os sinais esperados. Os autores já haviam alertado para o fato de essas duas variáveis terem caráter endógeno, ou seja, em geral os países que tentam melhorar suas classificações de *rating* mantêm uma política fiscal mais austera, e o fluxo de capital para esses países tende a ser mais restrito, dada a alta probabilidade de *default*.

Os resultados também mostram que as agências, em geral, adotam critérios para a classificação de *rating* semelhantes, variando em alguns casos, o peso atribuído aos mesmos.

Quanto ao segundo ponto investigado pelos autores, estes verificaram que ao regredir o prêmio de risco contra o *rating*, o poder explicativo da regressão é de, aproximadamente, 92%. Esse valor reduz-se para 86% ao se substituir o *rating* pelos determinantes econômicos, explicitados anteriormente.

Para os autores, isso leva a crer que nos *ratings* estão contidas informações adicionais que vão além dos fatores macroeconômicos.

Finalmente, foram encontradas evidências de que o anúncio de uma mudança no *rating* afeta o *spread* de um país, significando que as opiniões das agências exercem um efeito independente sobre o prêmio de risco na direção esperada. A análise indica que esse efeito tende a ser maior para títulos de grau especulativo comparativamente ao de grau de investimento.

Já, segundo Megale (2005),

os estudos feitos incluem no modelo de determinantes do spread apenas variáveis específicas do país emissor do título. Entretanto, com o advento da globalização dos mercados de capitais durante a década de 1990, ganhou corpo a percepção de que variáveis internacionais que caracterizavam as condições de liquidez dos mercados globais também desempenhavam um papel importante na determinação da demanda por títulos emergentes e, conseqüentemente, na determinação de seus spreads. Assim as variáveis com essas características passaram a fazer parte das especificações econométricas dos estudos da área.

A conclusão do trabalho de Megale (2005) é que é possível constatar que o ambiente externo – que não está relacionado com os fundamentos econômicos dos países – é de fato importante na determinação do risco-país. Além da taxa de juros livre de risco, o grau de aversão ao risco dos investidores externos e o contágio entre uma economia emergente em crise e as demais são fatores que podem ser incluídos como determinantes dos *spreads* de títulos de países emergentes.

Teixeira (2004) também discute os determinantes do risco-país, fazendo uma análise dos países emergentes e em especial do Brasil. As conclusões desse estudo são de que tanto os fatores externos quanto os domésticos são determinantes importantes do risco dos países emergentes e devem fazer parte da análise das decisões de investimentos tanto dos administradores de fundos de investimentos quanto de bancos e também empresas, que precisam fazer análises macroeconômicas de um país para tomada de decisões de investimentos de longo prazo. No caso brasileiro, Teixeira (2004) concluiu que no curto prazo, além das variáveis externas, outras três variáveis internas tinham relevância na determinação do risco país: dívida pública, superávit primário e reservas internacionais. Já no longo prazo, apenas as variáveis externas tinham relevância na determinação do risco-país.

Neves (2003) estuda os fatores determinantes do risco Brasil, analisando os dados no período de janeiro de 1995 a março de 2003. A conclusão do trabalho é de que o ambiente externo tem um grande papel na determinação do comportamento do risco-país. Além disso, verificou que as crises externas também têm grande peso na composição do *spread* brasileiro. No ambiente interno, Neves (2003) concluiu que a instabilidade política no período analisado também foi relevante na determinação do *spread* brasileiro.

No que tange à análise do risco corporativo e seus determinantes, não foram encontrados muitos trabalhos a respeito, como afirma Borensztein et al (2007),

one of the less studied channels is the impact that public debt may have on corporations' credit ratings in international markets, and thus on the cost of credit for the private sector. When the sovereign has a credit rating that is not as the high end of the scale, credit ratings for firms from that country will tend to suffer, regardless of their financial soundness. This channel constitutes a potential source of negative externality for the private sector in emerging markets economies. In the short run, governments need to be aware of the potential effects of rating announcements on private capital flows. In the medium run, they should factor these externalities into their decisions on external borrowing.

Ainda segundo Borensztein et al (2007) existem três canais pelos quais a credibilidade de um governo pode afetar o setor privado: o primeiro refere-se ao impacto negativo que um calote soberano tem sobre a capacidade financeira do setor privado. O segundo tem a ver com a questão do *spillover* que a insolvência de um país pode acarretar sobre as dívidas dos setores privados, isto é, um país em *default* pode lançar mão de medidas que gerem inflação ou aumento de impostos, fazendo com que a capacidade de pagamento da dívida fique menor. E, finalmente, o terceiro canal diz respeito à imposição de controles de capital que impossibilitam as empresas privadas de honrar seus compromissos no exterior.

Ferri, Lui e Majnoni (2001) e Ferri e Liu (2002) estudaram o impacto direto de *ratings* soberanos em *ratings* privados. Ferri, Lui e Majnoni (2001) usaram um modelo de regressão econométrica para estimar o impacto das mudanças no *rating* de créditos soberanos sobre o *rating* de créditos de bancos e corporações não financeiras. Eles encontraram uma relevante correlação positiva, que é significativamente maior em mercados emergentes e em casos de *downgrades* nos *ratings*. Ferri e Liu (2002), em uma abordagem um pouco diferente, estimaram o impacto do risco soberano no *rating* de crédito e nos indicadores financeiros das empresas privadas. Eles concluíram que o *rating* soberano tem um efeito significativo nos *ratings* privados em países de economias emergentes e que as variáveis financeiras das empresas – que eram especificadas na forma de média ponderada agregada – eram geralmente estatisticamente insignificantes.

Portanto, inúmeros são os trabalhos que tratam do cálculo e dos determinantes do risco-país, seja de economias emergentes, seja especificamente do Brasil. No entanto, como já mencionado anteriormente, existem ainda poucos trabalhos que explorem a questão da relação entre o risco de crédito soberano e o risco de crédito corporativo, ficando aqui uma sugestão de trabalhos futuros, que possam complementar as contribuições deste trabalho.