

RISCO DE CRÉDITO SOBERANO¹

Após uma breve apresentação sobre mercados eficientes, verificou-se que as classificações de risco soberano também podem ser relevantes informacionalmente para o mercado de capitais. Essa relevância é entendida como a capacidade desse tipo de informação impactar preços de mercado ou o índice de mercado como um todo, que é o que pretendemos demonstrar aqui. O presente tópico visa colocar aspectos importantes sobre o objeto das classificações de *rating* soberano, as dívidas soberanas.

4.1

Cronologia da Análise de Risco Soberano

A análise de risco de crédito é um tópico bastante explorado em finanças, tendo em vista o interesse que desperta não só no meio acadêmico, como também no mundo dos negócios. No entanto, boa parte da bibliografia sobre o tema refere-se à análise de risco de crédito corporativo. A utilização de instrumentos de análise de crédito para avaliar o risco soberano é relativamente recente. Resumidamente, a cronologia dos estudos sobre análise de risco soberano é a que segue.

Na década de 60, o Banco Mundial (Bird), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e outros bancos regionais de desenvolvimento passaram a avaliar o risco soberano. A metodologia do Banco Mundial, desenvolvida mas não-publicada por Abramovicz, seu economista-chefe naquela época, baseava-se no uso da razão do serviço da dívida.²

Depois do uso estático dessa razão, passou-se a um modelo dinâmico no qual se considerava a evolução do serviço da dívida em função de novos empréstimos. Outro índice intrínseco também utilizado nessa abordagem era o de meses de importações cobertos pelas reservas líquidas.

¹ Este capítulo é baseado em Souza (2001).

² (Juros Líquidos Pagos + Amortização do Principal)/Exportação de Bens e Serviços Não-Fatores.

No início da década de 70, o então economista-chefe do Banco Mundial, Hollis Chenery, expandiu e dinamizou ainda mais o modelo usado no Bird, ao criar o *Two-Gap Model*, que abordava o potencial de desenvolvimento dos países como sendo limitado ou pelo balanço de pagamentos ou pela poupança interna. Nessa mesma época, os bancos comerciais americanos e alguns bancos japoneses começaram a fazer avaliações de risco soberano.

Em meados da década de 80, os bancos comerciais norte-americanos criaram departamentos específicos para análise de risco de países. Em 1983, foi fundado em Washington o Institute of International Finance (IIF), cuja principal função era compilar informações sobre as nações devedoras para os bancos credores. Também tinha o papel de promover encontros entre bancos, organizações internacionais, reguladores e outros. Três anos após sua fundação, o IIF já contava com 127 bancos internacionais afiliados.

Nos anos 80, também começaram a ser desenvolvidos e publicados os primeiros artigos sobre risco soberano. Como exemplo, pode-se citar o trabalho de Feder e Uy (1985), que analisou *ranks* ordinais de risco soberano feitos com base em pesquisas de opinião realizadas com banqueiros internacionais e publicadas semestralmente na *Institutional Investor*. Já os artigos de Saini e Bates (1984) e de McFadden *et al.* (1985) estimaram a importância de variáveis selecionadas na determinação da probabilidade de um empréstimo bancário a um país resultar em inadimplência num prazo de um ano.

Com o lançamento dos *Brady Bonds* no início da década de 90, o risco soberano passou também a ser avaliado pelos administradores de fundos de investimento. Nessa mesma década, também se tornou comum a divulgação de riscos soberanos elaborados por agências internacionais especializadas. Ressalta-se que, apesar da maior visibilidade experimentada nos anos 90, as primeiras classificações de risco de países desenvolvidas por agências de classificação surgiram em décadas anteriores. A Standard and Poor's estabeleceu o *rating* da Austrália em 1961 e o da Finlândia em 1972. Já a agência Moody's classificou a Austrália em 1974 e a Suécia em 1977. O primeiro *rating* de um país emergente foi feito pela Standard and Poor's para a Venezuela em 1982. Em 1986, a Moody's classificou o Brasil e a Argentina.

4.2

A Crise da Dívida Externa dos Países em Desenvolvimento

Como decorrência dos choques do petróleo ocorridos na década de 70, os bancos localizados nos maiores centros financeiros internacionais possuíam uma quantidade elevada de fundos depositados pelos países-membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep).

Esses recursos excediam em muito a demanda por empréstimos dos países industrializados de então e, dessa forma, a maior parte desses fundos foi emprestada aos países em desenvolvimento. Naquele momento, estes países estavam empreendendo esforços para atingir um crescimento acelerado de suas economias e tinham boas perspectivas para tanto, o que lhes permitiria pagar os encargos e o principal de empréstimos contraídos.

No entanto, na década de 80 houve pronunciado declínio nos preços das *commodities*,³ que eram o principal componente da cesta de exportações dos países em desenvolvimento. Os termos de troca desses países foram drasticamente afetados, acarretando uma significativa redução nas suas reservas cambiais. Para agravar o problema, nessa mesma época houve uma valorização significativa do dólar sobre as outras principais moedas. Segundo Shapiro (1999), 80% das dívidas dos países em desenvolvimento eram denominadas em dólar, o que aumentou ainda mais as dificuldades desses países para honrar os pagamentos dos juros e o principal de suas dívidas.

Nesse mesmo período, as políticas macroeconômicas postas em prática pelos países desenvolvidos, com o intuito de ajustar suas economias internamente, tornaram ainda mais crítica a situação dos inadimplentes. Isso porque os países desenvolvidos, notadamente os Estados Unidos, adotaram uma rígida política fiscal expansionista que resultou em uma significativa elevação das taxas de juros reais tanto no próprio país como no mercado europeu.⁴ Como a maior parte da dívida dos países em desenvolvimento era sujeita a juros flutuantes, o serviço dessa dívida se tornou um fardo ainda mais pesado.

³ *Commodities* são produtos cujo preço é dado pelo encontro das curvas de oferta e demanda. Muitos produtos agrícolas são *commodities* e na década de 80 possuíam peso significativo nas cestas de exportação de países em desenvolvimento, como o Brasil.

⁴ A taxa *Libor* (*London Interest Offering Rate*) atingiu o patamar de 20% no início dos anos 80.

Daquela maneira, o pagamento líquido de juros que esses países tinham de fazer aumentou de US\$ 11 bilhões, em 1978, para US\$ 44 bilhões, em 1982. Uma alternativa para solucionar o problema da dívida externa dos países em desenvolvimento poderia ter sido a obtenção de novos empréstimos com os bancos privados dos países desenvolvidos. Contudo, as administrações desses mesmos bancos encontravam-se preocupadas com a qualidade de seus ativos e, conseqüentemente, com seus próprios *ratings*, além de estarem pressionadas por seus acionistas devido à queda generalizada do preço das ações. Dessa forma, os bancos privados dos países desenvolvidos reduziram sua oferta de novos empréstimos aos países em desenvolvimento.

As agências reguladoras dos países desenvolvidos, por sua vez, passaram a exigir de seus bancos a demonstração dos níveis de “provisão para devedores duvidosos”, que deveriam ser reconhecidos como perda, principalmente no caso dos empréstimos a países em desenvolvimento, o que fez com que os lucros dos grandes bancos credores caíssem devido ao aumento de provisões e das parcelas que deveriam ser reconhecidas como perda.

Em face dos fatores adversos anteriormente descritos, ocorreu uma grande escassez de recursos em moeda forte para vários países em desenvolvimento servirem suas dívidas, especialmente os países da América Latina. Em agosto de 1982, o México declarou uma moratória temporária no pagamento dos juros de sua dívida externa. No ano seguinte, 24 outros países declararam não ter como pagar as suas dívidas e começaram um longo processo de renegociação.

4.3

As Primeiras Tentativas de Renegociação da Dívida

Em outubro de 1985, o secretário do Tesouro dos Estados Unidos, James Baker, lançou um plano que tinha como objetivo declarado promover o crescimento econômico dos países em desenvolvimento, para que assim pudessem pagar as suas dívidas e voltassem a ter acesso ao mercado internacional de capitais.

Além dessa motivação, havia razões internas para o governo americano empenhar-se em solucionar a crise dos países subdesenvolvidos. Especulava-se que os Estados Unidos estavam à beira de uma restrição de crédito, o que causaria uma recessão. Logo, resolver o problema da dívida externa dos países em desenvolvimento traria consequências positivas à situação interna americana, pois faria diminuir a necessidade de reservas dos bancos norte-americanos, aumentaria a liquidez bancária e traria maior disponibilidade de recursos para empréstimos internos.

Acrescenta-se ainda que, como muitos bancos americanos tinham carteiras compostas por percentuais muito elevados de dívidas dos países em crise, havia uma grande possibilidade de quebra de algumas dessas instituições, o que poderia provocar outras falências em cascata.

O Plano Baker tinha como corolário o estabelecimento, nos países devedores, de medidas que promovessem crescimento, em vez de medidas que enfocassem no controle de preços. Para empreender essas medidas, o Banco Mundial e alguns bancos privados deveriam fazer novos empréstimos, no valor de US\$ 29 bilhões, com juros *Libor* + 0,8125% e prazo de um ou dois anos.

O Plano acabou não alcançando o sucesso que se esperava, pois os prazos para pagamento dos novos empréstimos foram extremamente curtos para que os países endividados pudessem ajustar suas economias. Dessa forma, os países devedores eram obrigados a chamar seus credores à mesa de negociação com muita frequência, o que evidenciou a necessidade de se encontrar uma solução de longo prazo mais efetiva.

4.4

O Plano Brady

Em 1989, estava claro o fracasso do Plano Baker. Como ilustra Demirors (1993), os descontos das dívidas soberanas de Brasil, Argentina e Venezuela variavam entre 20% e 35%, em janeiro de 1986, e chegaram a atingir 85% em fevereiro de 1989. Esse fracasso trouxe reflexos negativos para os países devedores, mas também era indesejável aos Estados Unidos.

A ameaça de uma restrição de crédito retornava e, dessa vez, com um agravante a mais: os Estados Unidos passavam por uma crise imobiliária. Logo, era preciso procurar uma nova solução para o problema da dívida externa dos países em desenvolvimento.

Outro ponto a ser considerado dentro deste tópico é que em 1987 o Comitê da Basiléia criou um modelo para medir a adequação do capital de um banco em relação ao fator risco. Tal modelo serviu de base para um acordo assinado na sede do Bank of International Settlements (BIS), na Basiléia, Suíça. Uma das regras estabelecidas no chamado Acordo da Basiléia era que, se um banco desejasse realizar atividades internacionais deveria ter uma estrutura de balanço tal que o seu patrimônio líquido equivalesse a, no mínimo, 8% do total dos seus ativos ponderados pelo risco.

Nas regras de ponderação, ficou ainda estabelecido que papéis do governo de países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) teriam um peso de risco de 10%, ao passo que o peso de papéis de governos de países endividados seria de 100%.

O Federal Reserve (Banco Central dos Estados Unidos) passou a exigir dos bancos americanos a adequação aos princípios do Acordo da Basiléia. Dado que os grandes bancos privados americanos eram os principais credores das dívidas soberanas dos países em desenvolvimento, a estrutura de seus balanços estava bastante alavancada, se fosse considerado como critério a ponderação do Acordo da Basiléia. Com isso, os bancos norte-americanos, em sua maioria, estavam impossibilitados de aumentar a sua exposição ao risco através de concessão de crédito a países endividados.

Dessa forma, o novo secretário do Tesouro americano, Nicholas Brady, anunciou um novo plano cujo objetivo era trazer um alívio da dívida externa não apenas através de novos empréstimos, como propunha o Plano Baker, mas também por meio do perdão de parte do estoque da dívida.

Havia nessa época um consenso entre banqueiros, representantes dos governos e acadêmicos de que um desconto na dívida externa dos países subdesenvolvidos seria benéfico para todas as partes envolvidas, pois uma redução no serviço da dívida diminuiria substancialmente a probabilidade de

inadimplência, fazendo com que os deságios nos preços dos títulos da dívida também caíssem.

O Plano Brady propunha duas opções para os países devedores pudessem negociar com os bancos credores: receber novos empréstimos ou ter abatimentos de suas dívidas, que seriam securitizadas em títulos *Brady*. Para terem suas dívidas reestruturadas, os países endividados deveriam se enquadrar nas metas de inflação, crescimento do Produto Nacional Bruto, privatização e quebra de monopólio sugeridas pelo Fundo Monetário Internacional. Também era requerido que a reestruturação da dívida fosse aprovada pelo Banco Mundial.

Pode-se dizer que o Plano Brady foi fundamentado na redução da dívida, seja pela recompra direta de parte dela pelo país devedor, seja pela substituição da dívida velha por novos títulos através de securitização.

A diferença entre a dívida velha, em forma de empréstimo bancário, e a nova, representada por títulos negociáveis no mercado, é que os últimos possuíam garantias maiores contra uma eventual inadimplência. De qualquer maneira, os devedores teriam direitos a descontos sobre partes dos valores das dívidas.

Ao longo das negociações do plano, o desconto nas operações de grande volume foi se tornando cada vez mais aceito pelos credores. Dentre os fatores que possibilitaram isso, destaca-se a redução ocorrida na relação entre a soma do capital próprio e das provisões para créditos duvidosos dos bancos credores e o estoque de seus empréstimos a países em desenvolvimento, entre o final de 1983 e meados de 1988.

Como já exposto, o Acordo da Basiléia estabelecia que os papéis de países em desenvolvimento teriam uma ponderação de risco igual a 100%, ao passo que o dos países desenvolvidos, apenas de 10%. No entanto, como os *Brady Bonds* apresentavam, como garantia de seu principal ou de parte de seus juros, dependendo do tipo de papel, títulos do Tesouro norte-americano, os bancos que permutassem a sua carteira de empréstimos com os países em desenvolvimento pelos novos títulos poderiam usar a ponderação de apenas 10% em seus novos ativos. Dessa forma, os *Brady Bonds* se tornaram uma alternativa muito atraente para os bancos internacionais devido à melhor adequação às regras do Acordo da Basiléia e à menor necessidade de reservas bancárias.

A renegociação das dívidas através do Plano Brady consistia em trocar os empréstimos soberanos não-honrados por títulos negociados no mercado, colateralizados,⁵ com prazos em torno de 30 anos e maior liquidez. A maior parte dos títulos emitidos através do plano era garantida por títulos do governo norte-americano, que não rendiam juros como o *Zero Coupon Treasury Bonds*. Como contrapartida ao recebimento de títulos da dívida mais seguros, os credores se dispunham a dar algum tipo de vantagem aos países devedores, tais como fluxos de pagamentos mais suaves e redução instantânea do montante devido.

4.3.1

As Alternativas para Conversão da Dívida

Não obstante cada emissão de *Brady Bonds* ter tido características próprias, em todas elas eram dadas duas alternativas básicas para a conversão da dívida: conversão em *Par Bonds* ou em *Discount Bonds*.

No caso dos *Par Bonds*, a dívida era trocada por títulos ao par, ou seja, ao valor nominal, com juros a uma taxa prefixada. Já no caso dos *Discount Bonds*, o montante devido era trocado por títulos com valores nominais menores. Nessa alternativa, os abatimentos poderiam chegar a 50%. Esses títulos geravam ainda pagamento de juros a taxas flutuantes, em sua maior parte atreladas à taxa *Libor*.

O objetivo principal da reestruturação era possibilitar novamente o livre acesso desses países ao mercado internacional de capitais. Países emergentes de todos os continentes participaram do Plano Brady. Contudo, a maior adesão ao plano veio da América Latina, com aproximadamente 84% do total renegociado conforme o plano, até 1992, apesar de a participação ter se reduzido para 80% ao final de 1995. Segundo Molano (1996), os motivos para essa concentração regional na América Latina foram o grande estoque de dívidas existentes nesse período com os bancos comerciais e o fato de os países dessa região terem altos potenciais de crescimento, mas se encontrarem estagnados em função, principalmente, da falta de crédito e do peso do serviço da dívida externa.

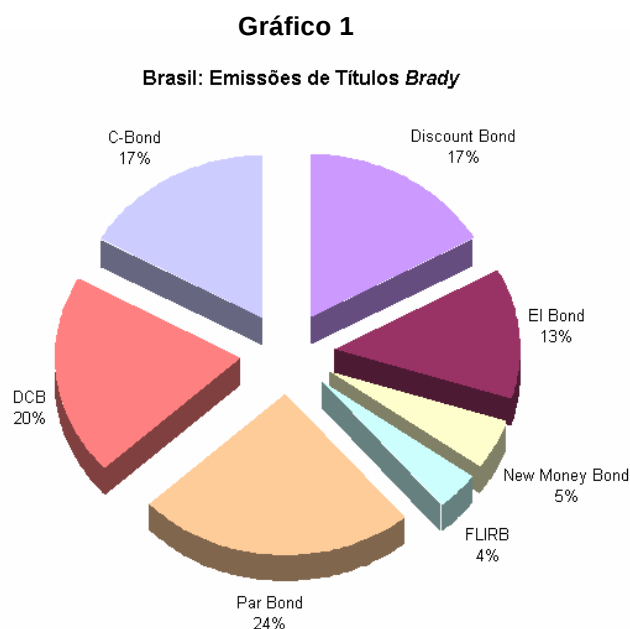
⁵ Títulos com garantias ao investidor.

4.3.2

A Renegociação da Dívida Soberana Brasileira através do Plano *Brady*

Quando o Brasil foi realizar a negociação de sua dívida, em abril de 1994, alguns outros países já tinham emitido títulos *Brady* com boa aceitação no mercado internacional. Em sua entrada nas negociações, o Brasil, além de poder fazer a securitização dos juros devidos e não-pagos, conseguiu dar garantias quanto ao principal e aos juros devidos, de forma gradual e parcelada. Acrescenta-se ainda que a distribuição dos títulos e as escolhas dos credores também foram inéditas, com patamares mínimos para os *Discount Bonds* e máximos para os *Par Bonds*.

A República Federativa do Brasil ofereceu aos bancos credores sete diferentes títulos *Brady*: bônus ao par, bônus de desconto, bônus de capitalização (mais conhecido como *C-Bond*), bônus de redução temporária de juros, bônus de dinheiro novo, bônus de juros elegíveis e bônus de conversão da dívida. Segundo Terra (1995), aproximadamente 750 credores participaram das negociações, o que resultou na seguinte distribuição de emissão de títulos:



Fonte: Souza (1998). Elaboração da autora.

As garantias dos títulos emitidos pelo Brasil foram financiadas por cinco fontes distintas: o Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento,

o FMI, as reservas internacionais brasileiras e os credores que optaram pelos bônus de dinheiro novo. O Brasil adotou o Plano Brady em abril de 1994, com uma emissão de US\$ 46,6 bilhões. A redução instantânea da dívida que o país obteve com a adoção do plano foi da ordem de US\$ 3,3 bilhões.

4.3.3

Características de um *Brady Bond*

Os títulos *Brady* têm como principais componentes de seus fluxos de caixa:

- *Os juros* – Os títulos podem ter pagamentos de juros fixos, escalonados ou flutuantes (como, por exemplo, o *Discount Bond* brasileiro) ou mistos (como é o caso do *FLIRB* do Brasil). A periodicidade de todos os títulos *Brady* é semestral, de acordo com a regra aplicável aos bônus do Tesouro americano.
- *Os vencimentos* – São as datas nas quais o principal é pago. No caso dos títulos *Brady*, ou se fecha a amortização ao longo do tempo a uma determinada taxa por período ou o pagamento é feito integralmente no vencimento.
- *As garantias* – Em certos casos, o principal e ou os primeiros pagamentos de juros semestrais são garantidos por títulos do governo americano ou outros instrumentos financeiros considerados triplo A por agências de classificação de risco como a Standard and Poor's e a Moody's. Por essa razão, torna-se indispensável levar em conta as garantias do título para efeito de comparação, dado que diferentes títulos possuem diferentes estruturas de garantia.
- *As opções embutidas* – Alguns títulos *Brady*, a exemplo do *C-Bond* emitido pelo governo brasileiro, permitem ao emissor recomprar os títulos em determinados momentos a determinado preço.

Os principais indicadores usados no mercado e no meio acadêmico para medir essas componentes são:

- *Yield to Maturity* – É a taxa interna de retorno do título. Essa taxa considera não só o pagamento dos juros em si mesmos, mas também quaisquer ganhos ou perdas que o investidor terá por carregar o título até o vencimento. A taxa é calculada de modo que o valor presente do fluxo de caixa se iguale ao preço do título.
- *Spread Over Treasury* – Segundo Souza (1998), é o *Yield to Maturity* do título específico menos o *Treasury Yield*.
- *Duration* – De acordo com Elton e Gruber (1995), *duration* é a sensibilidade dos preços de um título em relação a uma variação na curva da taxa de juros.
- *Duration Treasury* – Mede a sensibilidade do preço do título à variação da taxa de juros americana. Ela é determinada pela variação do preço para uma variação de um *basis point* no *spread* do bônus do Tesouro americano.
- *Vida média* – Avalia o tempo médio de retorno do capital ponderado pelas amortizações. Esse indicador é semelhante ao período de *pay back*, utilizado em análise de investimentos.
- *Rolling Guarantees* – É o valor da garantia rotativa de juros utilizando-se o modelo de probabilidade implícita de inadimplência. Em caso de inadimplência, as garantias serão utilizadas e, assim, a probabilidade é empregada como uma estimativa para a taxa de desconto adequada.
- *Privatization Percent* – Representa o ganho percentual com a utilização dos *Bradies* nos processos de privatização, tal como previsto nos contratos de emissão de cada título. Como em diversos processos de privatização são permitidos os usos de *Brady Bonds* como pagamento pelo valor nominal, esse indicador mede qual o deságio obtido ao se utilizarem os *bradies*.
- *Principal Guarantee* – Mede o valor da garantia do principal utilizando-se o mercado de *strips*, que refletem a estrutura a termo da

taxa de juros. Aplicam-se, para a sua construção, títulos sem juros emitidos pelo Tesouro americano.

4.3.4

Risco Soberano e *Brady Bonds*

O risco total de um título *Brady* pode ser subdividido em três componentes:

- i. aquele referente ao pagamento do principal, garantido pelo colateral, que poderá ser composto por outros títulos de menor risco, quando existirem;
- ii. aquele referente ao pagamento de juros, garantido por certificados de depósitos no *Federal Reserve Bank*, quando existirem; e
- iii. o risco soberano do país emissor, atribuído por agências de classificação de risco.