

4

Ratings Soberanos e as Agências de Classificação

Muitos estudos sobre a classificação de risco dos países enfatizam a importância do papel desempenhado pelas agências em disseminar informação relevante para o mercado de capitais. Desta forma, os anúncios de mudanças de *ratings* soberanos são entendidos como fatores influenciadores dos preços e índices dos títulos destes países.

Afonso (2003) afirma que a classificação da dívida soberana além de ser uma medida de solvência e capacidade de pagamento, também é, de alguma forma, um *assessment* da situação política, econômica e financeira de uma economia, fornecendo também medidas sobre o nível de desenvolvimento de um país.

Melios & Paget-Blanc (2006) destacam que a partir dos anos 90 a dinâmica dos fluxos de capital privado mudou drasticamente e que o resultado disso refletiu em crescimento da demanda por *ratings* de crédito soberano que se intensificaram a partir das recentes crises de dívida dos países em desenvolvimento. Mais ainda, os autores afirmam que os *ratings* de crédito influenciam significativamente as condições de acesso ao mercado de capitais dos tomadores de recursos.

Neste sentido, este capítulo aborda os principais aspectos recentes da dívida soberana de países da América Latina, bem como os efeitos observados no mercado e capitais e a abordagem das agências especializadas com relação aos principais eventos ocorridos nas últimas décadas.

4.1

Histórico da Análise de *Ratings* Soberanos

Apesar de as agências atribuírem *ratings* soberanos apenas há algumas décadas, os títulos de alguns países já eram avaliados desde 1919. A demanda por *ratings* de crédito soberano cresceu mais fortemente a partir da Depressão de 1929 e após a Segunda Guerra mundial, estas classificações se mostraram mais presentes.

No entanto, apesar de avaliarem os riscos atribuídos a países industrializados, apenas na última década as agências começaram a prestar

atenção mais de perto aos riscos associados aos países emergentes (Kraüssl, 2003).

4.2 Risco País

O conceito de risco país representa uma variável que indica, da ótica do mercado mundial, a capacidade de pagamento de um determinado país em relação aos seus compromissos externos. O risco país é medido como a diferença entre o rendimento pago por um conjunto de emissões de um determinado país e a taxa considerada como "livre de risco" para o mesmo vencimento ponderado, taxa esta que o mercado financeiro assume como sendo aquela paga pelo Tesouro dos Estados Unidos.

O risco-país é um reflexo imediato das condições de mercado, sentimento dos investidores em relação ao crédito e perfil de risco do país emissor. O risco-país é geralmente influenciado por eventos momentâneos (escândalos políticos, números bons ou ruins em um dado mês de arrecadação fiscal ou balança comercial, crises internacionais etc.) capazes ou não de alterar os fundamentos econômicos do país.

4.3 Agências de Classificação

O desenvolvimento de mercados financeiros globalizados e principalmente, o desenvolvimento de diversas opções de investimentos para aqueles que desejam aplicar recursos, fez com que a demanda por análises de crédito especializadas e independentes apresentasse sensível crescimento nas últimas décadas. De fato, a distribuição geográfica de empresas analisadas cresceu enormemente nas últimas décadas juntamente com a progressiva globalização dos mercados. (Ferri, Liu e Majnoni, 2001).

Neste sentido, Kraüssl (2003) afirma que as agências de crédito desempenham um importante papel na decisão financeira na medida em que disponibilizam aos participantes do mercado informações sobre o risco de crédito associado aos diferentes investimentos financeiros.

As agências fornecem ao mercado avaliações sobre os possíveis riscos e retornos associados aos diversos tipos de investimentos de acordo com categorias de crédito padronizadas. (Kräussl, 2003).

O papel fundamental destas agências está em estabelecer notas (ou *ratings*) com relação à capacidade de pagamento pontual de principal e juros de títulos de empresas, instituições financeiras ou países. Desta forma, podemos entender *ratings* como estimativas da probabilidade de default de um emissor. (Mellios e Paget-Blanc, 2006). Os *ratings* devem ser vistos como amplos indicadores consistentes de vulnerabilidade relativa ao invés de serem vistos como reais e numéricas taxas de default (Fitch, 2007).

As principais agências classificadoras de risco (agências de rating) atuantes em âmbito global são a Moody's Investors Services, Standard and Poor's e Fitch Ratings. Ferri e Liu (2005) afirmam que hoje em dia é praticamente impossível que emissores atinjam mercados internacionais sem as notas dadas por estas agências.

Na medida em que as agências de classificação de risco disponibilizam ao mercado informações imparciais e padronizadas a respeito dos emissores, elas contribuem para a melhoria da eficiência dos mercados, aumentando a liquidez e contribuindo para a redução dos custos de transação, estimulando ainda mais a emissão de títulos por parte dos participantes.

4.4 **Escalas de Classificação**

As diferentes classificações de *ratings* pelas três maiores agências encontram-se divididas em dois grupos: o primeiro grupo é formado por aqueles emissores que possuem o chamado grau de investimento (ou *investment grade*) e o segundo grupo é formado por emissores que possuem notas em grau especulativo (ou *non investment grades*). Estas duas categorias diferenciam basicamente os emissores em categorias de baixo risco de crédito e maior risco de crédito. Geralmente, os grandes investidores institucionais requerem em seus portfólios, títulos que sejam classificados como grau de investimentos, enquanto que os títulos de grau especulativo são mais procurados por hedge funds, já que os retornos esperados são maiores.

A escala inicial de rating foi criada por John Moody, sendo que na década de 20, John Knowles Fitch criou uma escala de mais fácil memorização e tornou conhecido o termo “triple A”. A agência S&P adotou a escala criada pela Fitch. Desta maneira, as três maiores agências apresentam dois tipos de classificação que são correspondentes:

Tabela1: Escalas de Classificação

	Moody's	Fitch e S&P
Grau de Investimento	Aaa	AAA
	Aa1	AA+
	Aa2	AA
	Aa3	AA-
	A1	A+
	A2	A
	A3	A-
	Baa1	BBB+
	Baa2	BBB
	Baa3	BBB-
	Grau Especulativo	Ba1
Ba2		BB
Ba3		BB-
B1		B+
B2		B
B3		B-
Caa1		CCC+
Caa2		CCC
Caa3		CCC-
Ca		CC
C		SD
	D	

Fonte: Agências. Elaboração da autora

Mais recentemente, as agências (Moody's e Fitch) incluíram em sua metodologia a questão da recuperação dos valores investidos dada a situação de default. Desta forma, a classificação final é uma medida combinada entre a probabilidade de não pagamento pontual e recuperação das perdas em caso de falha no cumprimento das obrigações.

4.4.1

Ratings de Curto e Longo Prazos

O *rating* de curto prazo reflete a opinião de uma agência de classificação sobre a capacidade de pagamento de um emissor (país, instituições financeiras e empresas) de uma obrigação financeira com vencimento em até 12 meses. Dentro destes é possível destacar os *commercial papers* e depósitos bancários de curto prazo.

Os *ratings* de longo prazo visam informar ao investidor a capacidade esperada de pagamento de uma obrigação d com prazos maiores, como é o caso das emissões de debêntures, bônus nacionais, internacionais e outras obrigações de renda fixa de longo prazo.

4.4.2 Ratings em Escala Global x Escala Nacional

Os *ratings* de emissores são notas atribuídas sobre a capacidade de pagamento pontual de principal e juros de obrigações financeiras seniores e não securitizadas. Estes *ratings* podem ser atribuídos tanto em escala global quanto em escala nacional.

Em contrapartida, um rating em escala global pode ser atribuído tanto em moeda local como em moeda estrangeira e representa uma medida absoluta da capacidade de pagamento das dívidas respectivamente, em moeda local ou estrangeira. De acordo com a Fitch (2007), as classificações em moeda local medem a probabilidade de pagamento na moeda da jurisdição do domicílio do emissor e, portanto, não levam em consideração os riscos de transferência e conversibilidade. O objetivo de um rating em moeda local é permitir ao investidor comparar o risco de emissor de diferentes países (ou até mesmo de um mesmo país) isolado de riscos de transferência. Enquanto isso, as notas em moeda estrangeira consideram o risco de pagamento após se elevar em consideração tais riscos.

Esses *ratings* apresentam uma característica importante que é a comparabilidade entre *ratings* de emissores de países diferentes. Desta forma, duas operações de emissores diferentes em países também diferentes que apresentam a mesma nota possuem capacidade de pagamento similar no prazo esperado.

As notas atribuídas em escala nacional de emissores em países diferentes podem, em geral, exibir grandes diferenças na capacidade de pagamento no prazo

esperado. Os *ratings* em escala nacional foram criados para retratarem uma medida de risco relativa à capacidade de pagamento de um emissor dentro de seu próprio país comparada apenas com emissores do mesmo país. Tal fato decorre devido a restrições de teto de rating soberano para aqueles países que não apresentam rating “triple A”. Assim sendo, um rating em escala nacional brasileira não é comparável a um rating em escala nacional mexicana, por exemplo.

4.4.3 Perspectivas (*Outlooks*) x Observações (*Watch*)

A perspectiva reflete a opinião das agências de como deve se desenvolver o perfil de crédito de um emissor num período de compreendido entre 18 a 24 meses. Com isso, as agências indicam uma possível tendência de migração da nota atribuída no médio prazo (Estável, Positiva, Negativa). Embora as perspectivas mostrem uma tendência de mudança de rating, as agências afirmam que não existe obrigatoriedade de mudança de rating na direção sinalizada ou dentro do prazo indicado.

Uma Observação é atribuída quando um fato relevante e de potencial impacto em uma avaliação ocorre e não era previsto pela agência quando da última ação de rating. Sendo assim, o horizonte de resolução de uma Observação é bem mais curto do que o de uma Perspectiva e cobre geralmente um prazo de três a seis meses. Historicamente, os fatos mais relevantes para atribuição observação estão relacionados a fusões/aquisições, venda de unidades de negócio ou ainda imposição de multas.

4.4.4 Baixo Risco de Crédito x Grau de Investimento

O conceito de grau especulativo é derivado das taxas de inadimplência esperadas. A partir de uma determinada classificação, os investidores notam um crescimento acentuado da inadimplência e decidiram chamar este ponto de inflexão de especulativo. Este ponto se dá na migração para categorias abaixo de triplo B menos. Os investidores no mercado brasileiro definiram baixo risco de crédito como sendo as notas a partir de ‘triplo B menos em escala nacional’.

O conceito de baixo risco de crédito se aplica aos *ratings* em escala nacional, e o de grau de investimento, se aplica aos *ratings* em escala internacional. Desta forma, um emissor só pode mencionar que possui grau de investimento se estiver referindo-se a uma classificação de risco em escala internacional e caso sua classificação nesta escala seja igual ou superior a 'triplo B menos'.

4.5 Metodologia

Para a atribuição de *ratings*, as agências especializadas afirmam adotar uma metodologia específica, que leva em consideração tanto os aspectos quantitativos (financeiro, econômico, operacional, mercadológico, etc), quanto aspectos avaliados subjetivamente pelos analistas.

Após elaborarem relatórios com os aspectos relevantes a serem considerados para a atribuição da nota, as agências organizam comitês de crédito responsáveis pela atribuição da nota ao emissor ou título. A partir daí as agências elaboram comunicado aos investidores onde destacam os aspectos levados em consideração para atribuição da nota. No entanto, o peso de cada fator para atribuição das notas não é explicitado nos relatórios, fato que estimula acadêmicos a elaborarem estudos que visem identificar os fatores mais importantes e utilizados pelas agências.

Sendo assim, diversos estudos foram elaborados para se identificar quais fatos exercem influência para atribuição dos *ratings* pelas agências, tais como os trabalhos de Archer & Bliglaiser (2007), Afonso (2003) e Mellios & Blanc (2006).

Archer & Bliglaiser (2007) concluem que as agências de rating não consideram de forma forte o tipo de regime ou outras variáveis políticas ao atribuírem notas aos países, mesmo que cada uma das agências formalmente destaque a importância de aspectos políticos. Os autores acharam evidências de que as agências levam muitos mais em consideração aspectos como inflação, crescimento, assim como histórico de default dos títulos.

Já Afonso (2003) em estudo que visou identificar os determinantes de ordem econômica, através de dados das agências S&P e Moody's, identificou como sendo estatisticamente significantes as variáveis PIB per capita, dívida

externa como porcentagem das exportações, nível de desenvolvimento econômico, histórico de default, taxa real de crescimento e taxa de inflação.

Por sua vez, Mellios & Blanc (2006) identificaram que fatores como renda per capita e taxas de câmbio reais exercem impactos positivos sobre os *ratings*, enquanto taxas de inflação, exercem impactos negativos. Mais ainda, os autores destacam o histórico de default de um país como determinante crucial do rating de um país.

De acordo com a metodologia de *ratings* soberanos publicada pela Agência Fitch *Ratings* em Outubro de 2007, as análises do perfil creditício são focadas nos seguintes pontos: (i) performance macroeconômica e premissas futuras; (ii) aspectos estruturais da economia passíveis de tornar o país mais vulnerável a choques, bem como risco político e fatores de governança; (iii) finanças públicas, incluindo a estrutura da dívida pública e financiamento fiscal; (iv) a força do setor financeiro e bancário, em particular em respeito à estabilidade macroeconômica e; (v) finanças externas, com foco na sustentabilidade da balança comercial, fluxo de capitais e nível e perfil do endividamento externo (público e privado).

4.6 Crítica ao Papel das Agências

Juntamente com o crescimento da demanda por análises independentes, nos últimos anos a crítica ao papel das agências também se fez mais forte. Kraüssl (2003) afirma que os fortes ajustes nos *ratings* de crédito soberano de países emergente efetuados pelas agências especializadas na época da crise financeira da Ásia (1997-98) levantaram dúvidas sobre o processo de rating e em particular, sobre o uso dos *ratings* soberanos.

Com relação às informações utilizadas pelas agências, Ferri & Liu (2005) destacam que a habilidade das agências em obter informações sobre a qualidade de um tomador não é uniforme em todos os países. Ou seja, as informações contidas nos *ratings* são diferentes em determinados países e podem ser fontes de distorções no mercado financeiro.

Na mesma linha, Kraüssl (2003) menciona que apesar das agências listarem os fatores políticos e econômicos que servem de base para a atribuição de um rating soberano, elas não disponibilizam informações sobre o peso que atribuem a cada fator e sobre o papel que fatores não quantificáveis exercem.

Ferri & Liu (2005) em estudo sobre os esforços atribuídos às agências em mercados emergentes encontraram evidências de que estas investem relativamente menos nestes países, fato que pode contribuir para a disseminação de informação divergente sobre os *ratings* soberanos destes países e aumentando os efeitos negativos para estes países.