

1. Introdução

Atualmente tem-se falado muito no mercado, na imprensa e no ambiente acadêmico sobre a importância do risco dos países – risco soberano – em função de não se poder quantificar com certo grau de certeza os principais fatores determinantes deste risco. Em alguns casos e em alguns momentos, estes riscos podem ser explicados por poucas variáveis; entretanto, em outros momentos temporais as variáveis anteriores não são mais os principais determinantes do risco país. Em função desta alta instabilidade de explicação do risco soberano e determinação do mesmo é que este assunto apresentado está sempre em discussão.

Nos últimos meses (nos anos de 2002 e 2003) nos deparamos com uma intensa discussão a respeito das decisões de algumas instituições financeiras internacionais, de reduzir as suas recomendações para investimentos em títulos da dívida externa brasileira, justificada por um suposto aumento do risco político. Tudo começou em 29 de abril de 2002, com relatórios divulgados pela corretora Merrill Lynch e pelo banco de investimentos Morgan Stanley, ambos americanos. Imediatamente, candidatos a presidência da República, Ministros e parlamentares reagiram demonstrando indignação. Na televisão, analistas se declaravam perplexos diante da reação negativa dos mercados, e engrossavam o coro de boa parte dos políticos, pedindo ações do governo no sentido de cobrir que tais análises “equivocadas” gerassem uma visão negativa a respeito do país. Porém, indiferente aos apelos e protestos generalizados, os bancos voltaram à carga e produziram novos rebaixamentos, com destaque ao holandês ABN Amro (02/05/2002) e o espanhol Santander (03/03/2002).

Entretanto, é preciso fazer alguns esclarecimentos, de forma a colocar em seu devido lugar a importância de tais recomendações. Em primeiro lugar, temos que identificar algumas diferenças entre as análises feitas por instituições financeiras e as de agências de classificação de risco. Os primeiros apenas recomendam investimentos em títulos e ações de diversos países do mundo, buscando encontrar as melhores

alternativas para alocação do capital. Faz parte das atividades de seus analistas monitorar diariamente estas opções de investimentos e recomendar alterações nas composições de suas carteiras, de forma a buscar uma melhor relação risco x retorno. Este é um processo absolutamente rotineiro, que ocorre diariamente. Se rebaixaram o Brasil hoje é porque o haviam elevado anteriormente. Ou ainda, se rebaixaram o Brasil, é porque elevaram outro país, e vice-versa. Nem por isso ouvem-se protestos mundo afora a respeito de tais recomendações.

Também é preciso dimensionar a magnitude dos ajustes propostos por estas instituições. Merrill Lynch e Morgan Stanley, por exemplo, alteraram a recomendação para investimento no Brasil de “*overweight*” para “*marketweight*”. Ou seja, reduziram de um peso maior do que tradicionalmente recomendado, para uma posição neutra. Não foi uma mudança tão significativa.

No caso das agências de classificação de risco, o enfoque é diferente. Suas análises não se baseiam em perspectivas de retorno de investimentos, e sim na tentativa de identificar a evolução de empresas e países quanto à capacidade de pagamento de suas dívidas. Por isso, suas decisões de alterar as “classificações de risco” geram forte impacto em qualquer país do mundo.

Pode-se definir Risco de Crédito Soberano como aquele referente à capacidade e à vontade de um país de pagar a totalidade do principal e dos juros de suas dívidas nas datas previstas em contrato. A capacidade de pagamento é decorrência da qualidade das políticas econômicas e de sua capacidade em responder aos choques de oferta ou de demanda. Já a Vontade de Pagamento é uma função da ideologia política e da estabilidade do governo do país.

Pela definição acima, percebe-se que Risco Soberano não é uma entidade única e fácil de medir. Ao contrário, ela é uma função derivada de diversas variáveis diretamente e indiretamente observáveis. A literatura sobre o tema discorre sobre a influência de inúmeras variáveis qualitativas e quantitativas, de natureza econômica, política ou sociais, que podem ser utilizadas para avaliar o risco soberano.

Esta dissertação está dividida em oito capítulos, sendo o primeiro a presente Introdução. O segundo capítulo aborda a conceituação do problema a ser estudado e os objetivos finais e intermediários do estudo sobre risco soberano. O terceiro capítulo se concentra no referencial teórico do Risco Soberano, abordando a trajetória do risco dos países, os títulos Brady, a reestruturação da dívida brasileira, posiciona as agências de Avaliação de Risco (Indústria do *Rating*), resume as Crises Mundiais e sua Análise sobre o Risco Soberano. Além disso, faz uma cobertura dos estudos já realizados sobre o tema em questão e aplicações da Análise de Risco de Crédito Soberano.

O capítulo quatro, “Metodologia”, define o tipo de pesquisa realizada, o universo e a amostra do estudo, a coleta de dados e explica o método estatístico empregado, envolvendo as variáveis a serem utilizadas e a regressão múltipla.

O quinto capítulo realiza as regressões estatísticas (matriz de correlação e regressão múltipla), levantando as principais variáveis que interferem e determinam o risco Soberano do Brasil. Além disso, são feitas análises do resultado e também sobre a validade do modelo.

Finalmente, a conclusão é apresentada no capítulo seis e a bibliografia encerra o trabalho juntamente com os anexos.