

5.

CLASSIFICAÇÕES DE RISCO E AGÊNCIAS ESPECIALIZADAS

Os títulos de dívida soberana, notadamente os *Brady Bonds* para os países emergentes, são os objetos de avaliação das agências especializadas para aferição de risco soberano. Ressalta-se que, embora o risco de títulos *Brady* possa ser dividido em três componentes, tal como colocado no final do capítulo anterior, as agências de classificação de risco também atribuem pesos aos históricos de pagamentos de juros e principal para a análise das notas soberanas. O presente capítulo busca apresentar as agências de classificação de risco e seus aspectos relevantes de forma geral, além das especificidades, para as atribuições de risco soberano.

5.1

Classificações de Risco de Crédito

Segundo Cruces (2001), a origem da atividade de classificação de risco remonta às agências de crédito mercantil, estabelecidas nos Estados Unidos após a crise de 1837 e que avaliavam a capacidade de pagamento das obrigações contratadas por mercadores que faziam o comércio de especiarias e manufaturas no eixo EUA–Europa.

Em 1909, Jonh Moody começou a classificar títulos de dívidas oriundas de construções de estradas de ferro. Em seguida, após o fim da Primeira Grande Guerra, a já estabelecida Moody's passou a classificar agora também títulos emitidos pelo Tesouro americano. Em 1916, a Poor's Publishing Company emite a sua primeira classificação de risco, seguida da Fitch Publishing Company em 1924. Em 1941, as agências Poor's Publishing Company e Standard Statistics Company unem-se, formando a hoje conhecida Standard and Poor's. Por fim, em 1977 a *Fitch* uniu-se com a agência britânica IBCA e comprou em 2000 a agência Duff and Phelps, que atuava no mercado desde 1982.

A Moody's (Grupo Dun and Bradstreet), a Standard and Poor's (Grupo McGraw Hill) e a Fitch Ratings (IBCA, Fitch, Duff and Phelps, Thomson BW e Grupo Fimalac France) apresentam atuação em escala mundial, estando presentes

na maior parte dos países onde há um mercado de capitais minimamente constituído. No Brasil, a atribuição de *ratings* por agências internacionais e algumas nacionais independentes, tais como a SR Rating, Atlantic Rating e Austin, já apresenta um histórico razoável de atividades.

A partir da segunda metade da década de 90, os principais casos de *rating* de agências no Brasil, além do soberano, envolvem empresas brasileiras que emitem papéis no mercado internacional e os bancos, especialmente a área de *asset management*. Adicionalmente, o conceito de *rating* de força financeira intrínseca foi desenvolvido no país, sendo direcionado para as avaliações de bancos e das demais entidades financeiras brasileiras. A atribuição de *ratings* desenvolvidos internamente por instituições financeiras tornou-se obrigatória a partir da Resolução 2.682 do Banco Central do Brasil, de 21.12.1999, a qual determinou uma escala de nove letras em ordem decrescente de qualidade (AA, A, B, C, D, E, F, G e H) para a classificação das carteiras de crédito dessas entidades. A ordem das letras implica diretamente provisões para perdas de inadimplência de até 100%.

Esse *rating* não visa informar a capacidade de cumprimento de pagamentos, mas sim a força própria da entidade financeira em gerar recursos sem depender do aporte de seus acionistas ou das garantias de assistência de liquidez que o mercado possa oferecer. A classificação, portanto, ignora a possibilidade de qualquer ajuda externa. Como exemplo, pode-se imaginar que um banco estatal extremamente deficiente de um país com risco soberano excelente poderia ter um *rating* igualmente excelente devido à classificação do seu controlador, mas um *rating* de força financeira intrínseca igual a E.

5.2

Evolução dos Mercados de Capitais e *Ratings* de Agências Especializadas

A expansão das emissões de títulos e valores mobiliários nas últimas décadas abriu espaço para a consolidação das avaliações feitas pelas agências especializadas sobre a qualidade de crédito de países, empresas e de suas emissões. As receitas dessas entidades provêm principalmente de taxas cobradas

de seus avaliados, que geralmente solicitam à agência uma classificação para os seus riscos de crédito.

Se a origem das classificações de risco estava relacionada a uma avaliação de empresas não-financeiras, atualmente o *rating* é utilizado para medir qualquer empresa, nação ou operação específica que envolva compromissos de pagamentos futuros. O *rating* pode, portanto, ser interpretado como uma opinião sobre a capacidade futura e a responsabilidade jurídica de um emitente efetuar, dentro de um determinado prazo, pagamentos do principal e dos juros de suas obrigações.

As classificações de risco por agências têm por propósito fornecer uma opinião especializada, técnica e independente, baseada em elementos quantitativos e parâmetros qualitativos, sobre um perfil de crédito avaliado, procurando observar a capacidade e também a disposição¹ futuras em honrar obrigações contraídas. Nesse sentido, a existência de um histórico de quebra de contratos é pesadamente penalizada com um *rating* baixo, ainda que as condições atuais apresentem melhora, como se pode verificar no caso do risco soberano brasileiro.

No entanto, as notas atribuídas pelas agências especializadas não envolvem recomendações de investimento nem a probabilidade de aumento dos preços dos papéis do emissor ou o risco de perda financeira por via de desvalorizações cambiais nominais. Em termos de risco soberano, as agências apenas opinam sobre a possibilidade de quebra de contratos pelo governo do país com credores internacionais.

5.3

Escalas de Classificação de Risco

Embora as agências apresentem escalas com notações ligeiramente diferentes, suas classificações são muito semelhantes, podendo até ser comparadas. As escalas de nota globais têm o intuito de oferecer a possibilidade de uma comparação homogênea entre países, empresas e títulos em nível mundial. Cada nota das escalas está atrelada a certa probabilidade de ocorrer um *default*, ou

¹ *Willingness*

seja, as chances de um avaliado não cumprir com as obrigações pelas quais está sendo analisado.

5.3.1

Classificações de Longo Prazo

O *rating* de longo prazo é utilizado para classificar títulos de dívida soberana, notas de médio prazo, depósitos bancários de longo prazo, bônus e outras obrigações de renda fixa de longo prazo, tais como os títulos lastreados em hipotecas.² As classificações de longo prazo também são utilizadas para avaliar a força financeira de seguradoras e de fundos mútuos, o risco de contraparte em contratos de derivativos e ações preferenciais, quando tratadas como títulos que rendem cupons relativos aos dividendos, não havendo classificação para ações votantes.

Tabela 1: Escalas de Notas Globais de Longo Prazo

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch	SR Rating
Investment Grade	Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2 e Baa3	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB e BBB-	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB e BBB-	AAA ^{SR} , AA+ ^{SR} , AA ^{SR} , AA- ^{SR} , A+ ^{SR} , A ^{SR} , A-SR, BBB+ ^{SR} , BBB ^{SR} e BBB- ^{SR}
Speculative Grade	Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca e C	BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC, SD e D	BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC, CC, C, DDD, DD e D	BB+ ^{SR} , BB ^{SR} , BB- ^{SR} , B+ ^{SR} , B ^{SR} , B- ^{SR} , CCC ^{SR} , CC ^{SR} , C ^{SR} e D ^{SR}

Fonte: Moody's, Standard and Poor's, Fitch Ratings e SR Rating. Elaboração da autora.

Souza (2001) argumenta que as classificações *investment grade* são consideradas como de baixo risco de crédito, estando em um nível de qualidade tão alto que a agência julga que o risco de crédito é irrelevante, tanto mais quanto se sobe na escala na direção da classificação mais elevada. Em outras palavras, seria baixa a probabilidade de que o investidor tivesse perdas por falta de pagamento dos juros e do principal nos prazos prometidos, permanecendo o risco de mercado.

De outro modo, as classificações do tipo *speculative grade* pressupõem risco de crédito substancial. Ao atribuir um *rating* nessa categoria, as agências alertam tratar-se de investimentos especulativos, em que o risco de perda é tão grande quanto mais se desce na escala.

² *Mortgage-backed Securities* nos Estados Unidos

Tabela 2: Probabilidade de *Default* por Notas

	Notas	Risco	Probabilidade de <i>Default</i>
Investment Grade	Aaa, AAA, AAA ^{SR}	Risco Quase Nulo	até 0,5%
	Aa1, Aa2, Aa3,	Risco Muito Baixo	até 1%
	AA+, AA, AA-,		
	AA+ ^{SR} , AA ^{SR} , AA- ^{SR}		
	A1, A2, A3,	Risco Baixo	até 2%
	A+, A, A-,		
	A+ ^{SR} , A ^{SR} , A- ^{SR}		
	Baa1, Baa2, Baa3, BBB+,	Risco Médio	até 5%
Speculative Grade	BBB, BBB-,		
	BBB+ ^{SR} , BBB ^{SR} , BBB- ^{SR}		
	Ba1, Ba2, Ba3,	Risco Mediano	até 15%
	BB+, BB, BB-,		
	BB+ ^{SR} , BB ^{SR} , BB- ^{SR}		
	B1, B2, B3,	Risco Alto	até 30%
	B+, B, B-,		
	B+ ^{SR} , B ^{SR} , B- ^{SR}		
	Caa1, Caa2, Caa3,	Risco Muito Alto	mais de 30%
	CCC+, CCC, CCC-,		
	CCC ^{SR}		
	Ca, CC, CC ^{SR}	Risco Extremo	mais de 50%
	C, SD, C ^{SR}	Risco Máximo	mais de 75%
	DDD, DD, D, D ^{SR}		<i>Default</i>

Fonte: Moody's, Standard and Poor's, Fitch Ratings e SR Rating. Elaboração da autora.

Conseqüentemente, as classificações desse tipo oferecem oportunidades de ganhos altos, mas com riscos significativos de perda do principal. Muitos investidores institucionais estão proibidos por seu estatutos e normas regulamentares de investir em papéis do tipo *speculative grade*³ ou estão limitados a percentuais muito baixos do total de suas carteiras, devido aos riscos associados a esses tipos de investimento.

5.3.2

Classificações de Curto Prazo

As classificações de curto prazo são utilizadas para avaliar o risco de crédito para obrigações a vencer em até um ano, como *commercial papers* e

³ Como exemplos, pode-se citar os papéis de mercado emergentes e *high yield bonds*, também chamados, na década de 80, de *junk bonds*.

depósitos bancários de curto prazo, procurando caracterizar a capacidade financeira e legal do cumprimento das condições contratadas.

Tabela 3: Percentual de Defaults por Rating Atribuído pela Standard and Poor's

(Base: 1971 a 1994)

Anos Passados Após Atribuição do Rating	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC-...
1	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	0,33%	0,66%	1,31%
2	0,00%	0,00%	0,00%	0,26%	0,94%	3,54%	15,19%
3	0,00%	0,11%	0,04%	0,54%	3,89%	8,77%	27,04%
4	0,00%	0,22%	0,16%	0,98%	4,90%	13,30%	32,31%
5	0,00%	0,22%	0,21%	1,13%	6,53%	18,05%	33,85%
6	0,01%	0,22%	0,35%	1,48%	7,53%	21,30%	38,34%
7	0,01%	0,22%	0,38%	1,68%	9,00%	23,30%	39,27%
8	0,01%	0,22%	0,46%	1,76%	9,16%	24,65%	42,03%
9	0,01%	0,25%	0,53%	1,84%	10,25%	25,28%	42,02%
10	0,01%	0,28%	0,53%	2,30%	12,20%	26,36%	46,61%

Fonte: Altman e Kishore (1995). Dados obtidos de relatórios da Standard and Poor's, representando os percentuais acumulados de ocorrência de *default* para todas as emissões de papéis que foram classificados entre 1971 e 1994. Por exemplo, 1,31% dos *ratings* CCC apresentaram *default* no mesmo ano e 46,61% em até 10 anos cumulativos. Elaboração da autora.

5.4

Os Usuários das Informações de Classificação de Risco

O uso de *ratings* por investidores oferece várias vantagens tais como:

- i. permitir que eles possam considerar horizontes de investimento mais amplos, dada a disponibilidade de opiniões de longo prazo;
- ii. avaliar investimentos além do âmbito doméstico do mercado de capitais, na medida em que são acessadas informações comparáveis em nível mundial;
- iii. economizar esforços de pesquisa e tempo;
- iv. estabelecer políticas de limites de crédito;⁴
- v. v) tomar decisões a respeito do retorno esperado para títulos de acordo com o *rating*, ou seja, qual prêmio de risco deve ser exigido para investimento em uma dada categoria de risco; e

⁴ Alguns fundos de pensão americanos impedem a aplicação de recursos em ativos de baixa classificação.

- vi. auxiliar as áreas internas de pesquisa de crédito com classificações preestabelecidas.

O uso de *ratings* faz com que os investidores aloquem seus recursos (pessoas, recursos financeiros e tempo) em atividades realmente relacionadas com seus *core business*. Os riscos de se utilizar essa ferramenta exclusivamente consiste num embasamento em opiniões que podem ser inconsistentes e que podem acarretar decisões equivocadas de investimentos.

As classificações de risco também permitem aos emissores de títulos, distribuidores e intermediários um maior acesso a novos mercados. Os *ratings* igualmente aumentam a liquidez dos papéis nos mercados e podem até, dependendo da classificação, reduzir o custo de capital das empresas emissoras.

Os governos, principalmente dos países emergentes, também fazem uso das opiniões das agências, pois elas muitas vezes são os únicos parâmetros para a tomada de decisão de investidores estrangeiros nesses países. Para os não-emergentes, os *ratings* soberanos parecem ainda ser um indicador da solidez de seus mercados de capitais.

5.5

Aspectos Relevantes para as Atribuições de Classificação de Risco

Diversos pesquisadores, bem como instituições financeiras, vêm desenvolvendo métodos de avaliação de risco de crédito com ênfases quantitativa ou analítica. Modelos quantitativos, como os de *credit scoring*, buscam fornecer probabilidades de *default*.⁵ No entanto, as agências de classificação de risco ressaltam em seus documentos sobre metodologia que não utilizam somente um modelo quantitativo predefinido para a atribuição de *ratings*.

Como utilizam as mesmas escalas independentemente do país, da indústria ou do emissor que estão avaliando, e considerando as características subjetivas intrínsecas de suas opiniões sobre o futuro, elas acreditam que um método exclusivamente quantitativo poderia acarretar opiniões equivocadas.

⁵ Dentre esses modelos, podem ser citados como exemplos os modelos Probit, que utiliza regressão múltipla com variáveis explicativas relacionadas a indicadores da empresa e da economia, e o KMV, que utiliza a teoria das opções.

Para minimizar as chances de imprecisão, as agências costumam adotar diversos procedimentos analíticos multidisciplinares, incluindo a análise de aspectos quantitativos, como índices de rentabilidade e endividamento, que, por sua vez, são então ponderados pelos grupos de analistas e comitês internos de risco para aferição do *rating*. O objetivo básico da classificação é medir a capacidade do avaliado em gerar fluxos de caixa futuros; assim, a análise concentra-se na avaliação do nível e na previsibilidade dessa capacidade em relação às obrigações pendentes.

5.5.1

Rating Local x Rating Global

As agências especializadas também podem fazer classificações para títulos, empresas e operações de acordo com uma escala relativa referente apenas às obrigações em moeda nacional do avaliado e que seriam válidas apenas dentro do próprio país da avaliação. A escala para esses ratings é normalmente a mesma da classificação principal, apenas acompanhada das iniciais do país para caracterizar essa fronteira.

Ness Jr. (2001) critica essa flexibilização, pois se as classificações de risco de crédito servem para ajudar o mercado a precificar transações financeiras, atribuindo-lhes *spreads* de risco que, estatisticamente, procuram espelhar probabilidades de perda para os investidores, por *default* de papéis de dívida pública ou privada, uma classificação local traria distorções no campo das informações de mercado. Isso ocorreria porque as classificações locais não apresentam a informação mais importante para o investidor, que é a probabilidade de *default*.

5.5.2

Outlooks

A fim de permitir uma visão da expectativa da agência em relação ao comportamento futuro do *rating*, criou-se o *outlook*, que pode ser positivo, negativo ou neutro, explicitando qual a possível direção de uma mudança de

rating num horizonte próximo. Não há, porém, nenhuma obrigação de mudança de *rating* numa direção sinalizada nem um prazo máximo para que o *outlook* se confirme.

5.6

Lead ou Lag

Dentre as questões mais pesquisadas nos estudos sobre agências de *rating* e classificações de risco, uma das mais exploradas é a questão a respeito das características *lead* ou *lag* dos *ratings*. Os adeptos dos *ratings* das agências como *lead* defendem que essas agências são especialistas tanto na obtenção quanto no processamento dessa informação. Desse modo, essas agências seriam capazes de gerar informações relevantes sobre o risco de *default* antes do mercado, de forma que alterações de *ratings* deveriam impactar preços.

Já os adeptos dos *ratings* como *lag* acreditam que essas agências têm acesso às mesmas informações publicamente avaliáveis pelo mercado, sendo que geralmente sucedem a ele na manipulação e no processamento dessa informação. De acordo com essa visão, portanto, *ratings* e suas alterações não deveriam impactar preços. Adeptos dessa linha de pensamento argumentam também que a frequência com que essas agências revêem suas classificações seria até mesmo insuficiente para incorporar tão-somente a informação disponível publicamente.

5.7

Agências de *Rating* e Risco Soberano

Segundo Heck (2002), as diversas crises de dívidas soberanas vividas na década de 80 chamaram a atenção da comunidade internacional para a necessidade de se melhor avaliar o risco dos países emissores. É nesse contexto que as classificações de risco soberano elaboradas pelas agências especializadas começaram a ter maior destaque no cenário financeiro internacional. Passados mais de 20 anos desta prática, nos dias de hoje não só essas classificações são em larga escala utilizadas, como também servem de referência para todo o mercado de dívida externa.

As classificações de risco soberano, assim como os demais *ratings* feitos pelas agências especializadas, são decorrências da análise de variáveis tanto quantitativas como qualitativas. Em termos quantitativos, ressaltam-se as variáveis referentes ao desempenho econômico e financeiro do país. Quanto às variáveis qualitativas, o destaque é para as variáveis políticas. Heck (2002) argumenta que atualmente a discussão relevante sobre o risco dos emissores soberanos não reside na consideração de uma ou outra variável na avaliação, mas sim na estrutura das defasagens que esses *ratings* são capazes de impor à capacidade de pagamento dos emissores.

Feder e Uy (1984) são os primeiros autores a examinar as variáveis determinantes para a avaliação de risco soberano. Nesse estudo, os autores consideraram as variáveis usualmente empregadas pelos credores em suas análises de risco. Assim como nos demais estudos semelhantes efetuados desde então, a evidência empírica mostrou-se a favor da participação de um conjunto de variáveis macroeconômicas na determinação de *ratings* de países. Além de variáveis macroeconômicas, esses *ratings* mostraram-se bastante correlacionados com o histórico de bom comportamento das economias dos países classificados, dado principalmente pelos eventuais episódios, quando existentes, de renegociações de dívidas.

Mais recentemente, Cantor e Packer (1996) examinaram e quantificaram o impacto de diferentes determinantes na composição dos *ratings* das agências Moody's e Standard and Poor's. Dentre os diversos determinantes estudados na composição das classificações, os autores destacaram a contribuição de renda *per capita*, o crescimento do produto, a inflação, o nível da dívida externa, o nível de desenvolvimento econômico e o histórico de *default*.

Quanto às duas agências, o trabalho dos dois autores aponta para uma grande semelhança nos critérios utilizados para avaliação de risco soberano. Embora pesem diferencialmente as variáveis consideradas na formação de seus *ratings*, essa é uma evidência de certa forma previsível, na medida em que em mais da metade das vezes essas agências atribuem *ratings* semelhantes aos mesmos países. Mesmo quando há divergências, na grande maioria dos casos tais divergências são pequenas.

Em 1995, foi feita uma comparação entre os *ratings* soberanos de 12 agências com base nos dados publicados no *Financial Times* [Souza (2001)]. A amostra era formada pelos riscos soberanos atribuídos por agências em janeiro de 1994: 49 pela Moody's, 45 pela Standard and Poor's e 24 pelas demais agências. Usou-se nessa comparação o conceito de *rating notch*, que é a diferença de um nível em uma dada escala de classificação.

No quadro reproduzido a seguir, pode-se observar que não há grandes discrepâncias entre as classificações que a Moody's atribuiu ao grupo de países da amostra e as classificações feitas pela Standard and Poor's, o que vai de encontro aos resultados encontrados por Cantor e Packer em 1996.

Contudo, as diferenças entre as classificações da primeira em relação às demais dez agências são expressivas. É interessante notar que as discrepâncias nas classificações das duas principais agências são sempre de no máximo dois *rating notches*, ao passo que, entre a Moody's e a média das dez agências, a diferença, quando a classificação da Moody's é um nível acima, é de apenas 0,1 *rating notch* e, quando a classificação da média das dez agências é maior que a da Moody's, a diferença aumenta para 3,2 *rating notches*.

Tabela 4: Divergências de Classificação de Risco Soberano entre Agências

	Moody's	Standard & Poor's	Demais Agências*
1. Média de <i>rating notches</i> em relação à Moody's		0.18	1.36
2. Maior diferença em relação à Moody's			
Acima		2	3.2
Abaixo		2	0.1

* Média de outras dez agências menores.

Fonte: *Financial Times*, *Credit Ratings International*, 1995. Elaboração da autora.

Larrain, Reisen e Von Maltzan (1997) explicam esse fato argumentando que a grande proporção de *ratings* discrepantes, indicando desacordo na avaliação do risco soberano, pode ser explicada pelas tentativas das pequenas agências em aumentar suas fatias de mercado, por meio de atribuições de classificações de risco mais generosas do que as das agências-líderes.

Outra explicação para o resultado encontrado é que os *ratings* de duas agências podem diferir em um dado momento porque uma delas pode ter

terminado o seu trabalho e decidido mudar o *rating* de um país, enquanto a outra ainda está em processo de revisão de seu relatório.

5.7.1

Variáveis da Classificação de Risco Soberano

As variáveis da análise de classificação de risco tendem a ser avaliadas por diferentes grupos de profissionais de classificação de risco, que adquirem uma visão geral de seu objeto de avaliação e podem assim comparar a posição de cada avaliado em relação a seus pares. As análises das variáveis são agrupadas em forma de relatório, que é posteriormente submetido ao comitê de *rating* para a atribuição da classificação final.

Uma vez conferido o risco soberano, ele pode ser alterado a qualquer momento em que ocorram fatos relevantes relacionados a alguma ou a algumas das variáveis de análise. Além desse acompanhamento constante, há em geral uma revisão anual dos *ratings*, mediante nova rodada de reuniões com os avaliados e atualização de informações.

Embora os critérios possam variar de uma agência para outra, a listagem a seguir organizada por Souza (1998), mostra-se abrangente e ilustrativa o suficiente para que se possa ter uma idéia do número e da qualidade das variáveis que podem estar envolvidas nas avaliações de risco soberano pelas agências especializadas:

1. Risco político:

- forma de governo e adaptação das instituições políticas;
- extensão da participação da população;
- organização da sucessão das lideranças políticas;
- grau de consenso nos objetivos políticos e econômicos;
- integração aos sistemas comercial e financeiro globalizados;
- posição geopolítica; e
- riscos dos títulos internos e externos.

2. *Renda e estrutura econômica:*

- padrão de vida;
- renda;
- distribuição da riqueza;
- economia de mercado ou economia centralizada; e
- dotação de recursos e grau de diversificação.

3. *Perspectiva de crescimento econômico:*

- taxa e padrão de crescimento econômico;
- tamanho e composição da poupança; e
- tamanho e composição dos investimentos.

4. *Flexibilidade fiscal:*

- contas operacionais do governo e orçamento total;
- competitividade da tributação;
- flexibilidade de crescimento dos impostos; e
- pressão de gastos.

5. *Ônus da dívida pública:*

- ativos financeiros do governo central;
- dívida pública e despesa de juros;
- estrutura da dívida pública; e
- passivos da previdência social.

6. *Estabilidade de preços:*

- tendência da trajetória dos preços;

- taxa de juros e política de crédito;
- política Cambial; e
- grau de autonomia do Banco Central.

7. *Flexibilidade do balanço de pagamentos:*

- impacto das políticas fiscal e monetária nas contas externas;
- estrutura da conta-corrente do balanço de pagamentos; e
- composição do fluxo de capitais.

8. *Dívida externa e liquidez:*

- tamanho da dívida externa pública líquida;
- composição da dívida externa pública líquida;
- importância dos bancos e das entidades públicas e privadas no passivo duvidoso soberano;
- perfil de vencimentos da dívida e ônus do serviço da dívida;
- tendência dos juros da dívida; e
- nível de reservas e outros ativos externos do governo.

Além das agências de classificação de risco, outras entidades também realizam avaliações de risco soberano. Embora os critérios possam ser diferentes, o fato é que tanto agências especializadas como as demais entidades avaliadoras de risco soberano tendem a atribuir pesos distintos para as variáveis, dependendo do país que está sendo avaliado.

Shapiro (1994) realizou um estudo sobre as variáveis utilizadas pelas instituições consultadas pela Institutional Investor para avaliar o risco soberano em dois anos distintos: 1979 e 1994. O Quadro 1 explicita a prioridade de cada variável, nessas duas ocasiões, para os diferentes grupos de países.

Tabela 5: Prioridade das Variáveis por Grupo de Países

Variáveis	OECD		Países Emergentes		Resto do Mundo	
	1994	1979	1994	1979	1994	1979
Serviço da Dívida	2	5	1	1	1	1
Panorama Político	5	3	2	3	2	2
Panorama Econômico	1	1	3	2	3	4
Reservas e Conta Corrente	3	2	4	4	4	3
Balança Comercial	7	4	5	5	5	5
Investimento Direto	9	8	6	6	9	7
Política Fiscal	4	9	7	9	6	6
Ingresso de Investimentos	8	7	8	8	7	8
Acesso ao Mercado de Capitais	6	6	9	7	8	9
Correlação entre colunas	0,58		0,92		0,93	

Fonte: Institutional Investor. Elaboração da autora.

Segundo Heck (2002), talvez o resultado mais expressivo do estudo de Shapiro (1994) seja a alternância de prioridades entre os grupos de países da OCDE e os emergentes, em particular, para as variáveis panorama econômico e serviço da dívida, considerando a variável panorama econômico como inflação e produto e a variável serviço da dívida como o histórico de pagamento de dívidas passadas e do custo dos títulos em mercado.

Dessa forma, países emergentes em geral que já tenham passado por elevadas taxas de inflação, o que dificulta a colocação de papéis em moeda doméstica, possuem dívida fundamentalmente em moeda estrangeira. Já para países desenvolvidos, tal argumento não se aplica, pois, ao emitirem em suas respectivas moedas, acabam por ter na inflação um instrumento de *default* (ainda que em pequena escala). Por esse motivo, o controle da inflação torna-se importante em países desenvolvidos, enquanto em países emergentes, ainda que a inflação também seja importante por diversas outras razões, o dito histórico de “bom comportamento” mostra-se a variável de controle fundamental na análise de risco soberano.

5.7.2

Alguns Argumentos para Mudanças Recentes no Risco Soberano Brasileiro

As variáveis utilizadas pelas agências para avaliar os riscos de crédito soberano são as mesmas consideradas em eventos de mudança de classificação de

risco, ou seja, variáveis estruturais. Dessa maneira, o risco soberano constitui-se de uma opinião de longo prazo que deve refletir as condições estruturais dos países. Algumas vezes, porém, as motivações das agências para as mudanças nas classificações de risco soberano ancoram-se em aspectos conjunturais.

Os fragmentos jornalísticos a seguir mostram quais foram os argumentos utilizados recentemente pelas agências especializadas para as mudanças no risco soberano brasileiro.

- ***Jornal O Globo, 3 de abril de 1997:***

O Brasil e a Argentina foram promovidos ontem no rating da agência de classificação de riscos da Standard and Poor's (S&P), de Nova York. Segundo a agência, uma das mais influentes junto ao mercado financeiro, o Governo Brasileiro tem hoje um suporte político maior para aprovar as reformas fiscais necessárias à consolidação do Plano Real. (...) Entre os fatores que contaram para o upgrade do Brasil, estão a reforma dos sistemas financeiros estaduais, a consolidação das dívidas não reconhecidas da União, o aumento do fluxo de investimentos diretos e a privatização da Vale do Rio Doce.

- ***Jornal O Globo, 5 de setembro de 1998:***

A agência de classificação de risco Moody's, uma das duas de maior prestígio no mundo, rebaixou ontem a sua nota para os investimentos feitos em títulos de renda fixa brasileiros. Os papéis da dívida externa brasileira e os bônus das empresas do país no exterior caíram de B1, classificação para investimentos listados como "especulativos", para B2, nota para os chamados junk bonds – papéis com alto risco de calote. Os títulos da dívida interna brasileira foram rebaixados para uma nota ainda mais baixa, CAA1, porque oferecem um risco extra para o investidor estrangeiro: o de mudança na política cambial. (...) A Moody's justificou sua decisão em comunicado no qual cita o aumento na instabilidade do mercado financeiro como um problema para o país, dependente de recursos externos para fechar suas contas.

- ***Jornal O Globo, 16 de janeiro de 1999:***

A agência de classificação de risco Standard and Poor's rebaixou ontem os títulos da dívida brasileira e as notas de vários bancos da América Latina, em consequência da desvalorização do real. Em um comunicado, a agência explicou que a decisão se baseia no "aumento dos riscos relacionados com a recuperação financeira do Brasil por causa das modificações na política cambial decretada na quarta-feira, no contexto de

um programa de reforma ainda em andamento e de uma confiança muito frágil dos mercados”.

▪ **Jornal O Globo, 28 de janeiro de 1999:**

Pela primeira vez, desde 1995, quando começou a avaliar a classificação de risco do Brasil, a agência Fitch IBCA rebaixou o país. (...) A decisão de rever o risco do Brasil foi tomada por dois motivos. Segundo Richard Fox, diretor da Fitch em Londres, um deles foi o temor de que a desvalorização do real e a livre flutuação do câmbio acabem produzindo uma inflação descontrolada. A outra razão é o receio de que o Brasil acabe tendo que adotar medidas fiscais complementares para ajustar suas contas.

▪ **Jornal O Globo, 2 de março de 2000:**

Pouco mais de um ano após a desvalorização do real, o Brasil está conseguindo melhorar a sua posição no mercado internacional. O êxito no controle da inflação e no combate ao déficit público e a previsão de crescimento da economia acima do esperado levaram a empresa de classificação de risco Standard and Poor's (S&P) a anunciar ontem uma mudança na perspectiva de risco do país de “estável” para “positiva”. A agência também informou que está elevando o rating da dívida interna brasileira de longo prazo de BB- para BB. Com isso, o país está perto de voltar à sua melhor performance, que foi de BB+, antes da desvalorização do real.

▪ **Jornal O Globo, 18 de outubro de 2000:**

A agência internacional de classificação de risco Moody's Investors Service elevou ontem as notas para títulos externos de longo prazo do Brasil (de B2 para B1) (...) e dívida interna do Governo, em reais (de B3 para B1). A empresa creditou a melhoria à perspectiva favorável da retomada econômica no país, com o controle da inflação a médio prazo. (...) A Moody's também destacou a redução dos juros e a disciplina fiscal do Governo – que têm reduzido a dívida federal – e o fato de o déficit em conta corrente continuar sendo financiado em grande parte por investimentos diretos estrangeiros. Mas ressaltou que o país continua vulnerável a choques externos.

▪ **Jornal O Globo, 4 de julho de 2002:**

A Agência Standard and Poor's é a terceira, em menos de duas semanas, a mudar a avaliação do país devido ao endividamento público. A Standard and Poor's (S&P) rebaixou ontem à noite a nota de crédito do Brasil, de BB- para B+. No último dia 20, a Fitch rebaixou a nota brasileira e a Moody's mudou de estável para negativa sua perspectiva para o país. A decisão da S&P foi anunciada após o fechamento dos mercados, que tiveram

ontem mais um dia de forte oscilação. Segundo a S&P, a decisão de rebaixar a nota brasileira reflete a piora no perfil da dívida pública do país.

▪ **Jornal O Globo, 23 de outubro de 2002:**

A agência de classificação de risco Fitch reduziu o rating da dívida soberana brasileira de longo prazo em moeda nacional e estrangeira. A nota passou de B+ para B, com perspectiva negativa, ou seja, pode ser reduzida novamente. Segundo a agência, a decisão reflete “uma piora nos fundamentos de crédito, determinada pelas persistentes incertezas quanto à continuidade das políticas econômicas e sustentabilidade da dívida, em razão da transição política”.

5.7.3

Ratings de Empresas e Risco Soberano

A classificação de risco de empresas, títulos ou operações considera a avaliação do ambiente macroeconômico e político onde o avaliado está situado e ou realiza seus principais negócios. Normalmente, os *ratings* de longo prazo de empresas ou títulos de determinadas nações estão sujeitos ao teto do risco soberano, ou seja, tais classificações terão como parâmetro de nota máxima o risco soberano. Caso o país do avaliado ainda não possua um *rating* da agência, toda a análise para constituí-lo, envolvendo os riscos políticos e econômicos, é realizada e o conceito final funciona como teto para a classificação do avaliado.

Um caso possível de uma empresa obter uma classificação superior ao de seu país-sede seria a emissão de uma controlada *offshore* que possuísse garantias depositadas no exterior que não fossem garantias em títulos do próprio país. A emissão da *offshore*, e não da empresa-matriz em si, poderia ter um *rating* próprio sem a restrição da classificação do país matriz, caso houvesse condições contratuais que comprovadamente garantissem o cumprimento da emissão.

5.7.4

Equívocos nas Atribuições de Risco Soberano pelas Agências Especializadas

Em 20 de dezembro de 1994, o mercado financeiro internacional foi surpreendido pela desvalorização do peso mexicano. No entanto, segundo Larrain,

Reisen e Von Maltzan (1997), nessa data, a Standard and Poor's atribuía à dívida soberana no México um *rating* apenas um nível abaixo da categoria *investment grade* e ainda anexava à classificação uma perspectiva positiva. Apenas no dia 22 de dezembro, segundo os autores, a agência teria alterado esse *rating*. Dessa forma, a Standard and Poor's estaria entre os inúmeros participantes do mercado que não foram capazes de prever a crise mexicana. A Moody's não havia feito nenhuma classificação soberana do México até então. Ainda em 1997, os países envolvidos na crise asiática gozavam de bons *ratings* semanas antes da crise, o que também levou a certa desmoralização das agências de classificação.

O trecho a seguir, retirado do jornal *O Globo* de 5 de setembro de 1998, comenta o erro da agência Standard and Poor's na avaliação de risco soberano da Rússia em julho de 1998:

(...) Existem riscos concretos, mas outros estão sendo exagerados pelo clima de pânico que está se formando. O rebaixamento do Brasil pela Moody's aumentou o pessimismo ontem à tarde, mas não há no mercado quem desconheça os erros recentes da agência de rating. Está se formando no Governo a convicção de que o calendário eleitoral não deve impedir, nem adiar, qualquer medida de defesa da moeda. (...) Em meados de julho deste ano, a conceituada agência americana de rating Standard and Poor's elevava de sétimo para o quinto lugar a posição da Rússia no ranking dos países emergentes que ofereciam menos riscos para os investidores estrangeiros. A extensão da crise cambial e financeira da Rússia estava visível para o Ocidente há mais de seis meses. A avaliação de risco é uma atividade também arriscada, mas a oscilação dos rebaixamentos e das elevações tem feito economistas e analistas independentes questionarem os critérios adotados na elaboração dos temidos ratings.

Apesar das falhas das agências de *rating*, a compreensão sobre o papel dessas agências é útil especialmente para investidores em geral, analistas de crédito e para emissores de papéis no mercado internacional, por se configurar em informação simples sobre mercados além das fronteiras nacionais.

5.8

Representatividade das Classificações das Agências Especializadas no Brasil

As atividades das agências de classificação de risco no Brasil ainda são de certa forma incipientes, devido ao baixo grau de intermediação da economia, à baixa liquidez, ao reduzido tamanho do mercado de valores mobiliários, à grande concentração no volume negociado em poucos papéis, à grande concentração do volume negociado nas mãos de um pequeno número de investidores, à regulação operacional ineficiente e à ausência de obrigatoriedade de classificação dos títulos que compõem as carteiras dos fundos institucionais.

Por outro lado, existem fatores que permitem alimentar uma expectativa otimista com relação ao seu futuro, pois a privatização, a abertura dos mercados, a crescente participação de capitais internacionais e o acirramento da competição, que vêm ocorrendo na economia brasileira, devem aumentar a demanda pelas classificações de risco e promover o desenvolvimento do mercado de capitais.