

1

Introdução

Em meados de 2002, às vésperas das eleições pra a presidência do Brasil, as três principais agências internacionais de avaliação de risco rebaixaram o *rating* soberano do país. As conclusões dessas agências foram baseadas em múltiplos critérios econométricos e qualitativos, comparando os riscos do Brasil com os de outros países emergentes. Além disso, as agências justificaram que o rebaixamento foi fundamentado, principalmente, no futuro fluxo de caixa do Brasil, em dólares, pesando os fatores que afetam esse fluxo, em especial, uma iminente mudança na administração do País.

As agências foram criticadas, na época, por estarem agindo de forma genérica e prematura ao rebaixarem o *rating* soberano do país. Apesar da assunção ao poder, pela primeira vez na história do país, de um presidente de esquerda, a manutenção da política macroeconômica herdada da administração anterior aliada ao respeito aos contratos internacionais em vigor, trouxeram de volta a confiança do investidor estrangeiro, o que foi refletido na cotação do *c-bond*, tendo seus *spreads* retornado aos níveis mais baixos dentre o período analisado.

Esse foi apenas um dos vários exemplos de alterações nos *ratings* soberanos durante a década de 90, uma época que pode ser caracterizada pelo elevado fluxo de capitais estrangeiros para as chamadas economias emergentes, e pela larga emissão de títulos de dívida soberanos destas economias. A emissão dos chamados *Brady Bonds* aliada à expansão de títulos e valores mobiliários contribuíram para a consolidação das chamadas agências de *ratings*, responsáveis pela análise de crédito de países, empresas ou operações específicas. Mas, até que ponto os *spreads* desses títulos são afetadas pela mudança nos *ratings* soberanos? Quão frequentes foram estas mudanças na última década? Esses são os questionamentos que este estudo busca responder.

Este trabalho tem, portanto, dois objetivos finais: o primeiro é o de analisar os impactos de mudanças nos *ratings* soberanos do Brasil nos preços dos títulos da dívida externa brasileira, os chamados *Brady Bonds*. Para esta análise, serão avaliadas as séries históricas dos *ratings* soberanos atribuídos pelas duas principais agências especializadas (Moody's e Standard & Poors), como variáveis independentes, e as séries históricas dos *spreads* (prêmio) do c-bond, medidos em *basis points*, e calculado pela diferença entre os juros pagos pelo título e os pagos pelos títulos do tesouro norte-americano (*treasury bonds*). O mercado financeiro mede o rendimento dos títulos pelos *spreads*, de forma que, quanto maior o *spread* que o título paga sobre o *treasury*, maior o risco que os investidores estão atribuindo ao Brasil. Dessa forma, os *Brady Bonds* são considerados um dos melhores “termômetros” da confiança dos investidores no país no curto prazo.

O segundo é de verificar se as agências de *ratings* realmente conseguem antever crises ou melhoras nas condições macroeconômicas de um país, e portanto, são as suas alterações de classificação que influenciam as cotações dos títulos soberanos, ou ao contrário, se elas apenas reagem a condições de mercado, influenciadas inclusive pela cotação destes mesmos títulos. Assim, este trabalho examina outro detalhe na relação entre os anúncios das mudanças nos *ratings* soberanos do Brasil e os preços dos títulos da dívida externa brasileira, buscando verificar, através de uma janela de tempo de 21 dias úteis anteriores e 21 dias úteis posteriores ao anúncio, se as agências apenas reagiram às condições do mercado. Além disso, uma outra janela de tempo maior, considerando alguns meses após o anúncio da mudança, também será analisada com o objetivo de verificar se o impacto foi apenas temporário, ou se as agências realmente agregaram um fato novo ao mercado.

A escolha do período a ser analisado é limitada pelo fraco histórico de *ratings* soberanos do Brasil, e mais ainda, pela ausência de um significativo mercado secundário de títulos soberanos brasileiros anterior à introdução do Plano Brady. Desta forma, a análise limita-se ao período de 1997 até o segundo semestre de 2004.

Esta dissertação está, portanto, dividida em seis capítulos, sendo esta Introdução o primeiro. A parte remanescente desta dissertação está estruturada da seguinte forma: o próximo capítulo aborda o Plano Brady e contextualiza o caso brasileiro, explicando ainda o porquê do *c-bond* ser o título da dívida externa brasileira selecionado para esta análise. Em seguida, no terceiro capítulo, é apresentado o trabalho das agências de *ratings*, e mais especificamente, o histórico de *ratings* soberanos do Brasil.

O capítulo quatro apresenta a revisão da literatura existente sobre os estudos já realizados à cerca dos impactos de mudanças nos *ratings* soberanos de um país. No quinto capítulo, apresentamos a metodologia utilizada e no sexto, as estatísticas descritivas e os testes de hipóteses realizados, bem como os resultados obtidos.

Finalmente, a conclusão é apresentada no capítulo sete e a bibliografia encerra o trabalho.