

Conclusão

Acadêmicos e investidores constantemente argumentam que as agências de *rating* apenas reagem às informações amplamente disponíveis ao mercado, falhando em antever crises ou melhorias nas condições macroeconômicas de um país. Pelo contrário, estas agências são severamente criticadas por exacerbarem os momentos de crises ao rebaixarem suas avaliações e por intensificarem os momentos de euforia ao elevarem seus *ratings*.

Sabe-se que as avaliações destas agências são fundamentais nas decisões dos investidores, estando muitas vezes definidos em políticas de diversas instituições os *ratings* mínimos requeridos para a efetivação de um investimento. Desta forma, as opiniões emitidas por estas agências afetam diretamente as condições financeiras de seus avaliados, no caso do presente estudo, o Brasil. Sendo isso verdade, o *rating* soberano do país deveria influenciar a percepção de risco que os investidores tem do Brasil, sendo refletido no *spread* do principal título da dívida externa do país, o c-bond.

Este estudo analisou, através do uso da estatística descritiva, o comportamento do *spread* do c-bond e o relacionou com acontecimentos do mercado, tais como crises externas, instabilidade política e condições macroeconômicas, dentre outros. Ao longo da análise, foram também destacadas as alterações (efetivas e perspectivas) nos *ratings* soberanos do país. Sendo o c-bond considerado um dos melhores termômetros da percepção de risco do país, esperava-se encontrar elevadas volatilidades e maiores *spreads* em momentos de crise, e de forma contrária, volatilidades e *spreads* menores em momentos onde os fundamentos macroeconômicos do país possuíam perspectivas de melhora. De acordo com a análise realizada, tais fatos puderam ser comprovados.

Além disso, testou-se a qualidade do *rating* soberano do país como preditor do *spread* do c-bond. As análises de regressão simples realizadas, uma para a Standard & Poors

e outra para a Moody's – indicaram variações expressivas nos *spreads* do c-bond para cada alteração no *rating* soberano do Brasil (45,1 *basis points* para a Moody's e 76,1 *basis points* para a Standard & Poors). Através dos testes de hipótese realizados, concluímos que o *rating* soberano é útil para a predição do comportamento do c-bond, ao nível de significância de 0,05.

O estudo do comportamento do *spread* do c-bond em duas diferentes janelas de tempo apresentou os seguintes resultados:

- através da primeira janela de tempo utilizada, considerando o período de 21 dias úteis anteriores e 21 dias úteis posteriores, conclui-se que: (i) para os casos de *downgrade* ou piora nas perspectivas de risco do país – nove eventos no total – apenas três não apresentaram aumentos expressivos nos *spreads* no período posterior ao anúncio; (ii) para os casos de *upgrade* ou melhora nas perspectivas de risco – oito no total – apenas em dois casos não foram constatadas reduções nas médias e medianas dos *spreads* no período pós-anúncio. No entanto, as mudanças observadas no período posterior ao anúncio foram menos expressivas para os casos de *upgrade* ou melhora nas perspectivas do que nos casos de *downgrade* ou piora das perspectivas. Mas em ambos os casos, as análises gráficas sobre o comportamento dos *spreads* demonstram que o mercado já começa a antecipar alterações dos *ratings* alguns dias anteriores ao anúncio, podendo indicar que o mercado já antevê o anúncio da alteração da avaliação do risco do país.
- A outra janela de tempo utilizada, de três meses antes e três meses após o anúncio da modificação da nota do país, revelou variações expressivas nas médias e medianas dos *spreads* no período pós-anúncio para os casos de rebaixamento. Essas variações chegaram a atingir o patamar superior a 700 pontos-base no período de nervosismo pré-eleitoral de 2002. No entanto, a análise desta janela de tempo para os eventos de melhoras nas avaliações de

risco do Brasil, indicou reduções bem mais modestas nos *spreads* do c-bond no período pós-anúncio, nem mesmo sendo observadas em dois desses eventos.

Assim, parece que as avaliações destas agências de *rating* trazem informações novas ao mercado de forma a alterar a percepção do risco do país e a mesma ser refletida em patamares maiores de *spread* do c-bond para os casos de piora na avaliação. Entretanto, o mesmo não pôde ser observado para os eventos de melhoras nas avaliações destas agências.

Por fim, cabe ressaltar que o limitado histórico de *ratings* soberanos do Brasil e a ausência de um significativo mercado secundário de títulos soberanos brasileiros anterior à introdução do Plano Brady são dois importantes limitadores para esta análise. Trabalhos anteriores sobre os impactos das alterações nos *ratings* soberanos destacam que as conclusões podem variar significativamente de acordo com a amostra e o período selecionado. Especificamente sobre o Brasil, trabalhos sobre este tema ainda não estão disponíveis, de forma que mais estudos sobre o assunto precisam ser realizados para a corroboração ou não das conclusões aqui descritas.

Como sugestão para futuros estudos, podemos citar várias possíveis extensões para esta dissertação: devido ao limitado histórico de *ratings* soberanos no Brasil, poderia ser extrapolada a análise para um conjunto de países emergentes, ou de forma mais restrita, para um conjunto de países emergentes da América Latina. Além disso, poderia ser analisado se a alteração de *rating* no Brasil tem efeito contagiante em outros países, como por exemplo, a Argentina. Seria também interessante uma análise similar a aqui apresentada, porém considerando os impactos de mudanças nos *ratings* corporativos e seus impactos na cotação da empresa em questão. Outro ponto que carece de investigação futura é o fato que as mudanças nas avaliações das agências de *rating* têm maior impacto sobre o *spread* do c-bond para os casos de piora na

percepção de risco, e o porquê do mesmo não ter sido observado para os eventos de melhoras nas avaliações destas agências.