

## 4 Risco de Crédito Soberano e Agências Especializadas<sup>5</sup>

Parte considerável da literatura sobre classificação de risco soberano enfatiza a relevância de sua divulgação para o mercado de capitais, relevância esta entendida como a capacidade da informação impactar o comportamento de preços e índices de mercado. O presente tópico trata de aspectos importantes acerca de dívidas soberanas – objeto das classificações de *rating* soberano – e de agências de classificação de risco.

### 4.1. Cronologia da Análise do Risco Soberano

Na década de 60, o Banco Mundial, Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e outros bancos de desenvolvimento regional passaram a avaliar risco soberano. A metodologia do Banco Mundial, baseava-se na utilização da razão do serviço da dívida.<sup>6</sup>

Após algum período de aplicação estática dessa razão, passou-se à adoção de um modelo de análise dinâmico que considerava a evolução do serviço da dívida em função de novos empréstimos e que incluía também o perfil da dívida.

Em meados da década de 70, o Banco Mundial, por intermédio do seu economista-chefe, Hollis Chenery, expandiu e dinamizou ainda mais o modelo utilizado pelo BIRD, criando o *Two-Gap Model*. Tal modelo abordava o potencial de desenvolvimento do país limitado ou pelo balanço de pagamentos ou pela poupança interna.

---

<sup>5</sup> Este capítulo é baseado em Souza (2001).

<sup>6</sup> (Juros Líquidos Pagos + Amortização do Principal) / Exportação de Bens e Serviços Nao-Fatores.

No início da década de 80, bancos comerciais norte-americanos criaram departamentos específicos para análise de risco de países. Em 1983, foi fundado em Washington, o Institute of International Finance (IIF), cuja principal função era compilar para os bancos credores informações sobre as nações devedoras. Além disso, a referida instituição promovia encontros entre bancos, organizações internacionais, instituições reguladoras entre outros.

Com o lançamento dos *Brady Bonds* no início da década de 90, o risco soberano passou a ser avaliado também pelos administradores de fundos de investimento. A divulgação de *ratings* soberanos por agências internacionais especializadas também tornou-se comum nesta época. No entanto, apesar da maior visibilidade experimentada nos anos 90, as primeiras classificações de risco de países realizadas por agências especializadas ocorreram em décadas anteriores. A Moody's classificou a Austrália em 1974; a Suécia em 1977; a Standard & Poor's estabeleceu o *rating* da Austrália em 1961 e o da Finlândia em 1972. O primeiro *rating* de um país emergente foi designado pela Standard & Poor's para a Venezuela, em 1982. Em 1986, a Moody's classificou o Brasil e a Argentina.

#### 4.2.

#### **A Crise da Dívida Externa dos Países Emergentes**

Em consequência dos choques do petróleo ocorridos na década de 70, os bancos localizados nos maiores centros financeiros internacionais passaram a deter quantidade elevada de fundos depositados pelos países-membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP).

Como tais recursos excediam a demanda por empréstimos dos países industrializados e naquele momento os países emergentes concentravam esforços na obtenção de um crescimento acelerado de suas economias, o que lhes permitiria pagar os encargos e o principal dos empréstimos contraídos, elegeram-se destinatários naturais desse capital excedente.

No entanto, na década de 80, observou-se um forte declínio no preço das *commodities*, que eram o principal componente da cesta de exportações dos países emergentes. Os termos de troca desses países foram prejudicados, o que causou substancial redução nas suas reservas cambiais. Para intensificar o problema, o dólar apresentava uma valorização significativa diante das principais moedas.

Segundo Shapiro (1999), 80% das dívidas dos países em desenvolvimento eram denominadas em dólar, fato que inibiu ainda mais a capacidade de pagamento das dívidas desses países.

No mesmo período, as políticas macroeconômicas praticadas pelos países desenvolvidos, cujo intuito era ajustar suas economias internas, tornaram ainda mais crítica a situação dos inadimplentes. Os países desenvolvidos, notadamente os Estados Unidos, adotaram uma rígida política monetária associada a uma política fiscal expansionista, o que resultou em uma elevação abrupta das taxas de juros reais, tanto domésticas quanto do mercado europeu. O fato de a maior parte da dívida dos países emergentes estar sujeita a flutuação dos juros tornou o serviço da dívida um fardo mais pesado ainda.

Uma alternativa de solução para o problema da dívida externa dos países emergentes poderia ter sido a obtenção de novos empréstimos junto aos bancos privados dos países desenvolvidos. Contudo, a administração desses bancos encontrava-se nessa época preocupada com a qualidade de seus ativos e, conseqüentemente, com seus próprios *ratings*, além de estarem pressionadas por seus acionistas devido à queda no preço de suas ações. Nesse contexto, os bancos privados dos países desenvolvidos reduziram sua oferta de novos empréstimos aos países emergentes.

As agências reguladoras dos países desenvolvidos, por sua vez, passaram a pressionar os bancos por uma contabilização mais realista das provisões relacionadas a essas dívidas em seu balanço, fato que contribuiu para redução de seus lucros.

Dado o contexto adverso aos países emergentes, notadamente aos países da América Latina, o México declarou uma moratória temporária no pagamento dos juros de sua dívida externa em agosto de 1982 e, ano seguinte, 24 outros países declararam não ter como pagar as suas dívidas, o que desencadeou um longo processo de renegociação.

### **4.2.1. Plano Baker**

Em outubro de 1985, o secretário do Tesouro dos Estados Unidos, James Baker, lançou um plano objetivando o crescimento econômico dos países emergentes para, assim, viabilizar o pagamento de suas dívidas.

Além dessa motivação, havia razões internas para o governo americano empenhar-se em solucionar a crise dos países emergentes. Especulava-se que os Estados Unidos estava próximo de uma restrição interna de crédito, o que poderia causar uma recessão. De fato, resolver o problema da dívida externa dos países emergentes traria conseqüências positivas à situação doméstica americana, pois diminuir-se-ia a necessidade de reservas dos bancos, aumentar-se-ia a liquidez bancária e possibilitar-se-ia aporte maior de recursos para empréstimos internos.

Adicione-se, ainda, a possibilidade de quebra de bancos norte-americanos, já que muitas das carteiras de crédito compunham-se em grande parte de dívidas dos países em crise que, insolventes, poderiam provocar falências em cascata. Urgia, pois, afastar a possibilidade da iminência de risco sistêmico.

O Plano Baker tinha por corolário o estabelecimento, nos países devedores, de medidas que promovessem o crescimento, ao invés de medidas visando ao controle de preços. O Plano envolvia também a realização de novos empréstimos tanto pelo Banco Mundial quanto por bancos privados.

O Plano não obteve êxito, pois os prazos de pagamento dos novos empréstimos eram curtos se comparados com as necessidades de ajuste econômico dos países endividados que, para honrarem as suas dívidas, tinham forçosamente de renegociar junto aos credores com relativa freqüência. Tal fato gerou, evidentemente, uma outra ordem de necessidade: a da busca de solução de longo prazo para os países endividados.

#### 4.2.2. Plano Brady

O fracasso do Plano Baker trouxe reflexos negativos para os países devedores e voltava a ameaçar a economia americana. Além do retorno da possibilidade de restrição de crédito, a ameaça era amplificada pela existência de uma crise imobiliária no mercado americano.

O Federal Reserve (Banco Central dos Estados Unidos) passou a exigir dos bancos americanos a adequação aos princípios do Acordo de Basiléia<sup>7</sup>. Dado que esses bancos eram os principais credores das dívidas soberanas dos países emergentes, ficavam assim, impossibilitados de aumentar a sua exposição ao risco de crédito desses países.

Nesse contexto, o novo secretário do Tesouro Americano, Nicholas Brady, anunciou um novo plano, cujo objetivo era trazer um alívio sobre a dívida externa não apenas através de novos empréstimos, como propunha o Plano Baker, mas também através do perdão de parte do estoque da dívida.

Nessa época, havia um consenso entre banqueiros, investidores, representantes dos governos envolvidos e acadêmicos de que um desconto na dívida seria benéfico para todas as partes envolvidas, pois uma redução no serviço da dívida reduziria substancialmente a probabilidade de inadimplência. Isso levaria os deságios nos preços dos títulos da dívida a caírem também.

De acordo com o Plano Brady, os países devedores teriam duas alternativas de negociação com os bancos credores: ou o recebimento de novos empréstimos, ou o recebimento de abatimentos em suas dívidas, que seriam securitizadas em títulos *Brady*. As condições para a viabilização de quaisquer das alternativas seriam (i) a reestruturação da dívida do país devedor mediante adoção de reformas econômicas sugeridas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI); (ii) a aprovação da reestruturação da dívida pelo Banco Mundial.

---

<sup>7</sup> O Comitê de Basiléia, em 1987, criou um modelo para medir a adequação do capital de um banco em relação ao fator risco. Utilizou-se o modelo para fundamentar um acordo assinado posteriormente na sede do BIS (Bank for International Settlements), em Basiléia, Suíça. Uma das regras do Acordo de Basiléia – como ficou conhecido – era que, para um banco possuir atividades internacionais, seria preciso ter uma estrutura de balanço de maneira que o seu patrimônio líquido equivalesse a, no mínimo, 8% do total dos seus ativos ponderados pelo risco. Na constituição das regras de ponderação, ficou estabelecido que títulos do governo de países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), teriam um peso de risco de 10%, ao passo que nos países subdesenvolvidos o peso seria de 100%.

Pode-se dizer que o Plano Brady foi fundamentado na redução da dívida, seja pela recompra direta de parte dela pelo país devedor, seja pela substituição da dívida antiga por títulos novos através da securitização. A diferença entre a dívida antiga, em forma de empréstimo bancário, e a nova, representada por títulos negociáveis no mercado, é que os últimos teriam garantias maiores contra uma eventual inadimplência. De qualquer maneira, estaria assegurado aos devedores o direito a descontos sobre partes dos valores das dívidas.

No decorrer das negociações, o desconto nas operações de grande volume tornou-se mais aceito pelos credores. Dentre as razões para tal, destacam-se a redução na relação entre a soma do capital próprio e das provisões para créditos duvidosos dos bancos credores e o estoque de seus empréstimos a países emergentes entre o final de 1983 e meados de 1988.

Os títulos Brady tornaram-se uma alternativa muito atraente para os bancos internacionais em virtude da melhor adequação às regras do Acordo de Basiléia e menor necessidade de reservas bancárias.

A renegociação consistia em trocar os empréstimos soberanos não honrados por títulos com garantias, negociados no mercado e com prazos em torno de trinta anos. A maior parte dos títulos emitidos através do Plano Brady era garantida com títulos do governo norte-americano, como o *Zero Coupon Treasury Bonds*, sem o rendimento de juros. Como contrapartida ao recebimento de títulos de dívida mais seguros, os credores propunham-se a dar algum tipo de vantagem aos países devedores, tais que fluxos de pagamentos mais suaves e redução imediata do montante devido.

#### **4.2.3.**

#### **Adesão ao Plano Brady**

O objetivo principal da reestruturação das dívidas era possibilitar novamente o acesso dos países devedores ao mercado internacional de capitais. Apesar de países emergentes de todas as regiões terem participado do Plano Brady, houve maior adesão da América Latina, aproximadamente 84% do total renegociado conforme o plano até 1992, e reduzido para 80% ao final de 1995.

Segundo Molano (1996), os motivos para esta concentração regional na América Latina foram o grande estoque de dívidas existente junto aos bancos

comerciais e o alto potencial de crescimento desses países, por ora estagnados por falta de crédito e peso do serviço da dívida externa.

### **4.3. Características de um Título Brady**

(i) juros: os títulos podem ter pagamento de juros fixos, escalonados ou flutuantes (como, por exemplo, o *Discount Bond* brasileiro), ou mistos (como é o caso do FLIRB do Brasil). A periodicidade de todos os *Brady Bonds* é semestral, conforme a regra aplicável aos títulos do Tesouro americano;

(ii) vencimentos: são as datas nas quais o principal será pago. No caso dos títulos Brady, o pagamento pode ser realizado através da amortização ao longo do tempo a uma determinada taxa por período, ou ser realizado integralmente no vencimento;

(iii) garantias: em certos casos, o principal ou os primeiros pagamentos de juros semestrais são garantidos por títulos do governo americano ou outros instrumentos financeiros considerados triplo A por agências especializadas, como a S&P e a Moody's. Por essa razão, torna-se indispensável considerar as garantias do título para efeito de comparação, dado que diferentes títulos possuem diferentes estruturas de garantia e;

(iv) opções embutidas: alguns títulos Brady, a exemplo do *c-bond* emitido pelo governo brasileiro, permitem ao emissor recomprar o título em determinados momentos a determinado preço.

### **4.4. Risco-País**

O conceito risco-país define-se como um índice medidor da confiança do mercado mundial em relação à capacidade de determinado país arcar com seus compromissos externos. O indicador mais utilizado para referência de medida de prêmios de risco cobrados nos mercados secundários de títulos de dívida de economias emergentes é o EMBI+, publicado pelo J.P.Morgan. O índice consiste em uma carteira padrão de títulos da dívida externa de países emergentes, em proporções que reflitam o peso de cada país no mercado de dívida soberana, sendo que para cada país trabalha-se com determinada cesta de títulos, de pesos

proporcionais aos volumes transacionados. O índice é medido pela diferença entre a taxa interna de retorno da carteira e a taxa de juros do Tesouro Americano para o mesmo prazo.

Segundo Canuto & Santos (2003), índices como o EMBI+ movem-se intensamente no curto prazo, ao passo que as classificações soberanas tendem a refletir mudanças de duração mais longa, bem como eventos com conseqüências amplas e profundas. No longo prazo, a convergência entre eles seria esperada.

#### **4.5. As Agências de *Rating***

Nos últimos anos, a busca por análise profissional de risco de crédito aumentou substancialmente, em sintonia com o forte crescimento e globalização dos mercados de capital.

A expansão das emissões de títulos e valores mobiliários nas últimas décadas abriu espaço para a consolidação das avaliações da qualidade de crédito dos países, das empresas e de suas emissões por agências especializadas - as agências de *rating* (Cardoso, 2000).

As principais agências classificadoras de risco são a Moody's Investor Service e a Standard and Poor's, que são reconhecidamente parâmetros para as demais agências. As duas empresas detêm em torno de 80% de participação de mercado (Machado, 2005).

Estas agências têm como objetivo principal o estabelecimento de um *rating* de crédito para empresas, instituições financeiras, operações específicas, e países, dentre outros, cujo papel fundamental é auxiliar indivíduos e instituições a tomarem melhores decisões de investimento.

De acordo com a Moody's (2003), as classificações de risco também contribuem para a eficiência dos mercados de renda fixa e para outras obrigações semelhantes, tais como seguros e derivativos, mediante avaliações de risco de crédito confiáveis, seguras e independentes. Os serviços das agências especializadas aumentam a liquidez do mercado e reduzem custos de transações, beneficiando os emissores de dívida.

Segundo Cardoso (2000), os *ratings* objetivam opinar balizadamente sobre o perfil de crédito dos avaliados, analisando a capacidade de cumprimento das



obrigações e a disposição em fazê-lo. Nesse sentido, um histórico de quebra de contratos pesa negativamente no processo de atribuição dos *ratings*.

Ressalte-se aqui a importância dos *ratings* soberanos referirem-se somente à capacidade e disposição do governo central de honrar suas dívidas junto a credores privados. São, portanto, uma estimativa do risco soberano e não se referem quer aos créditos bilaterais e aqueles de instituições multilaterais, como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (Bhatia, 2002), quer, diretamente, à probabilidade de inadimplência dos governos subnacionais, empresas estatais ou privadas (Canuto & Santos, 2003).

#### **4.6. Escalas de Classificação de Risco**

As classificações de *rating* estão divididas em dois grandes grupos: o chamado *investment grade*, ou categoria de investimento, e os chamados *non-investment grade*, ou categoria especulativa. O primeiro grupo refere-se a investimentos considerados de baixo risco de crédito, geralmente aceitos por investidores institucionais, sendo a classificação máxima atribuída apenas àqueles países tidos como detentores de margem de segurança mais elevada. O segundo grupo refere-se a investimentos com maior risco de crédito e que, portanto, exigem maior retorno.

Os graus baseiam-se na escala criada no início do século por John Moody. A escala compreende 21 classificações que se movem numa ordem decrescente de crédito a partir da conhecida *triple A* (excelentes condições de segurança contra default mesmo nas mais severas condições econômicas) até o grau C, onde as probabilidades de qualquer pagamento (inclusive parcial) são mínimas.

Tabela 1: Escalas de *Ratings* Globais de Longo Prazo

	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>
<b>GRAU DE INVESTIMENTO</b>	Aaa	AAA
	Aa1	AA+
	Aa2	AA
	Aa3	AA-
	A1	A+
	A2	A
	A3	A-
	Baa1	BBB+
	Baa2	BBB
	Baaa3	BBB-
	Ba1	BB+
<b>GRAU ESPECULATIVO</b>	Ba2	BB
	Ba3	BB-
	B1	B+
	B2	B
	B3	B-
	Caa1	CCC+
	Caa2	CCC
	Caa3	CCC-
	Ca	CC
	C	SD
		D

Fonte Bhatia, 2002. Elaboração do autor.

As classificações podem também incorporar uma expectativa de recuperação do principal. As classificações da Moody's são indicadores de perda monetária esperada, que é uma função da probabilidade de moratória, e de expectativa de perda em caso de inadimplemento (Moody's, 1999 e Bhatia, 2002). No caso da S&P, as classificações buscam refletir simplesmente a probabilidade de moratória e não se referem à sua gravidade, ao período em que o governo permanecerá em moratória, aos termos de uma possível renegociação da dívida e nem ao valor esperado de recuperação do principal (Bhatia, 2002).

#### 4.6.1. O Papel dos *Outlooks*

A fim de permitir ao mercado uma visão da expectativa da agência em relação ao comportamento futuro do *rating*, criou-se o chamado *outlook*, que pode ser positivo, negativo ou neutro, e cuja função é explicitar as diretrizes prováveis de mudança do *rating* num horizonte próximo, embora não vigore o princípio da

obrigatoriedade para a mudança de *rating* na direção sinalizada nem prazo máximo determinado para que o *outlook* se confirme.

Quando uma possibilidade de mudança na classificação de um país emerge, as agências podem inseri-lo *in separata*. A Moody's denomina este procedimento lista de aviso (*watchlist*) e fornece a direção possível da classificação nos próximos 90 dias, ou seja, em revisão para elevação (*upgrade*), em revisão para rebaixamento (*downgrade*), ou indefinido.

#### **4.7. Metodologia Utilizada pelas Agências**

As agências especializadas possuem metodologia definida para o cálculo de cada tipo de *rating*, utilizando não só processos objetivos, mas também informações subjetivas e não disponíveis ao público. Desta forma, o *rating* atribuído pela agência tem um certo grau de subjetividade que reflete não só os cálculos econométricos utilizados pelas mesmas assim como a sua opinião sobre a qualidade de crédito do emissor. Essa avaliação qualitativa baseia-se em aspectos diversos, tais como estabilidade governamental e consenso político no país, dentre outros.

A Moody's a define por “uma opinião sobre a capacidade futura e a responsabilidade jurídica de um emitente de efetuar, dentro do prazo, pagamento do principal e dos juros de suas obrigações”<sup>8</sup>.

Esses diversos procedimentos analíticos e multidisciplinares são ponderados por grupos de analistas e comitês internos de risco para aferição do *rating*. Apesar das agências especializadas divulgarem os fatores utilizados para a atribuição de seus *ratings*, nenhuma delas divulga o peso particular de cada um deles.

No entanto, alguns estudos buscaram identificar quais fatores receberam, historicamente, maior peso pelas agências de risco. Citam-se Cantor & Packer (1996) e Kraussl (2000). Bhatia (2002) destaca o processo continuado de melhoria nos critérios que as agências vêm fazendo após a crise asiática de 1997, do que espera diminuição de falhas.

---

<sup>8</sup> Nesse sentido, as agências enfatizam que seus *ratings* não representam uma recomendação de compra, venda ou manutenção de alguma posição financeira, embora tenham o propósito de, entre vários outros fatores, vir eventualmente a influenciar decisões de investimento.

A tabela 2 abaixo sintetiza as oito categorias de fatores de influência na atribuição de um *rating* soberano, segundo a Standard & Poors.

Tabela 2: Fatores Utilizados na Atribuição de *Ratings* Soberanos

<b>Risco Político</b>
Forma de Governo e adaptabilidade das instituições políticas Extensão da participação da população Sucessão das principais lideranças políticas Grau de consenso nas decisões políticas e econômicas Grau de integração e globalização dos sistemas financeiros.
<b>Renda e Estrutura Econômica</b>
Padrão de vida e distribuição da riqueza Economia de mercado ou economia centralizada Dotação de recursos e grau de diversificação
<b>Perspectiva de Crescimento Econômico</b>
Tamanho e composição da poupança e dos investimentos Taxa e padrão de crescimento econômico
<b>Flexibilidade Fiscal</b>
Custos operacionais e orçamento do governo Competitividade e flexibilidade de crescimento dos impostos Pressão de gastos
<b>Ônus da Dívida Pública</b>
Ativos financeiros do governo Dívida pública e despesas de juros Estrutura da dívida pública Passivo previdenciário
<b>Estabilidade de Preços</b>
Tendências inflacionárias Taxas de juros e política de crédito Política cambial Grau de autonomia do Banco Central
<b>Flexibilidade do Balanço de Pagamentos</b>
Impacto das políticas fiscal e monetária nas contas externas Estrutura da conta-corrente no balanço de pagamentos Composição do fluxo de capitais
<b>Dívida Externa e Liquidez</b>
Tamanho e composição da dívida externa pública Importância do banco e outras entidades públicas e privadas no passivo duvidoso soberano Perfil de vencimento da dívida e ônus do serviço da dívida Nível e composição das reservas e outros ativos externos do governo

Fonte: S&P, Machado (2005). Elaboração do autor.

As agências especializadas afirmam que sua atribuição de *rating* é feita com base em horizonte futuro de longo prazo e que, muito embora a capacidade de pagamentos de um país possa inevitavelmente ser afetada por fatores cíclicos e de curto prazo, períodos de recessão ou de euforia não são motivos para rebaixamento ou aumento de determinado *rating*. Ao contrário, assim como a qualidade de crédito e as condições macroeconômicas do avaliado não são variáveis fixas, um *rating* atribuído pode ser alterado a qualquer momento de forma a refletir estas mudanças e espelhar melhor os fundamentos econômicos ou políticos de um país. Como consequência, tem-se que *ratings* atribuídos mostram-se relativamente estáveis, sofrem poucas alterações ao longo tempo e, mesmo quando sujeito a alterações, estas normalmente apresentam-se com maior frequência em classificações inferiores, onde a qualidade do crédito é mais frágil.

Apesar dos critérios de atribuição de *ratings* adotados pelas agências especializadas serem bastante semelhantes, não raro encontram-se diferenças entre as classificações, principalmente quanto à categoria especulativa.

Segundo Cantor & Packer (1995), ao analisarem-se os *ratings* emitidos pela S&P e Moody's naquele mesmo ano, apenas 67% dos *ratings* soberanos na categoria AA/Aa, ou acima, tinham a mesma classificação em ambas as agências, enquanto esse número caía para 56% nas outras classificações de categoria de investimento e apenas 29% nas classificações consideradas categoria especulativa.

Segundo Machado (2005), por existir um grande número de variáveis qualitativas consideradas no estabelecimento da medida ideal do risco de crédito, diferenças de classificação observadas entre as agências não surpreendem.

#### **4.7.1. Rating Global X Rating Nacional**

*Ratings* de emitentes<sup>9</sup> em moeda estrangeira são pareceres sobre a capacidade das entidades de honrarem suas obrigações financeiras não-garantidas, seniores e contratos expressos em moeda estrangeira.

---

<sup>9</sup> Os *ratings* de emitentes diferem dos *ratings* de títulos de longo prazo por serem atribuídos aos emitentes e não às emissões de dívidas específicas.

Os *ratings* de emitentes em moeda nacional são pareceres sobre a capacidade das entidades de honrarem obrigações financeiras não-garantidas seniores e contratos expressos em sua moeda nacional. Eles têm um significado de diferenciação de risco de crédito dentro dos países cujos *ratings* são comprimidos pelo baixo teto soberano. São *ratings* relativos de risco se comparados com outros emissores domésticos.

Segundo relatório da Moody's (2005), pelo fato de os *Ratings* Nacionais, de maneira geral, desprezarem os riscos em moeda local, o risco de transferência de moeda estrangeira fica excluído. Apesar disto, a vulnerabilidade relativa ao ambiente político e às políticas fiscais e monetárias do país, inclusive riscos de desvalorização da moeda, é levada em consideração. Certos eventos críticos, tais como interrupção do sistema de pagamentos de moeda local, não são muito considerados, uma vez que todos os emitentes serão provavelmente afetados igualmente por tal falha. Em outros casos extremos, tais como adiamento do cronograma para os pagamentos em moeda local ou estrangeira por parte do governo, ou em caso de moratória, os emitentes ou emissões com melhores classificações deverão cercar-se de maior proteção contra tais eventos. De todo modo, mesmo a entidade com a classificação mais alta pode apresentar riscos de inadimplência temporária na eventualidade dessas ocorrências. Já por isso, o conceito tradicional de grau de investimento em voga no mercado internacional não necessariamente poderá ser aplicado, mesmo para as mais altas classificações nacionais.

#### **4.7.2. Rating de Longo Prazo X Rating de Curto Prazo**

O *rating* de longo prazo é utilizado para classificar bônus, notas de médio prazo, depósitos bancários de longo prazo e outras obrigações de renda fixa de longo prazo, como títulos lastreados em hipotecas. É também utilizado para classificação de ações preferenciais<sup>10</sup>, para classificação da força financeira de seguradoras e de fundos mútuos, e para risco de contraparte em contratos de derivativos.

---

<sup>10</sup> Caso de ações tratadas como títulos que rendem cupons relativos aos dividendos, não havendo classificação para ações votantes.

O *rating* de longo prazo é utilizado para classificar o risco de crédito para obrigações com prazo de vencimento em até um ano – caso de *commercial papers* e depósitos bancários de curto prazo -, procurando caracterizar a capacidade financeira e legal do cumprimento das condições contratadas.

#### **4.8. Os Usuários dos *Ratings***

Segundo Canuto & Santos (2003), os beneficiários das opiniões de crédito contidas nos *ratings* podem ser sumarizados em quatro grupos: (i) investidores, (ii) emissores, (iii) agentes financeiros intermediários e, (iv) o próprio mercado.

##### **(i) Investidores**

Permite aos investidores avaliarem investimento com horizontes mais amplos, dada a disponibilidade de opiniões de longo prazo, e auxilia as áreas internas de pesquisa de crédito pela existência de classificações já disponíveis.

##### **(ii) Emissores**

Permite aos emissores obterem acesso a novos mercados, maior liquidez de seus papéis e possível redução do custo de capital.

##### **(iii) Intermediários**

Permite aos agentes financeiros obterem maior êxito na colocação dos títulos, na medida em que a disposição de investimento dos aplicadores é maior nas emissões com *ratings*.

##### **(iv) Mercados**

Permite o aumento da capacidade analítica dos investidores provocando uma resposta mais rápida dos preços a mudanças na qualidade de crédito dos captadores de recursos. Sem entrar no mérito da existência de impacto de *ratings* sobre os preços, pode-se afirmar que as classificações de risco tem capacidade para auxiliar a organização do estoque de informação sobre empresas e países.

#### **4.9. Críticas às Agências Especializadas**

O papel de destaque das agências classificadoras de risco no mercado de capitais internacional, notadamente após o aumento significativo dos empréstimos

---

contraídos pelos mercados emergentes na década de 90, rendeu-lhes também fortes críticas ao seu desempenho.

Discute-se se os *ratings* meramente sumarizam informações já absorvidas pelo mercado e, portanto, com atuação sem impacto nos preços, ou se os *ratings* trazem informações novas e, portanto, com atuação de possível reflexo nos preços.

Os adeptos dos *ratings*, como *lag*<sup>11</sup>, argumentam que as agências têm acesso às mesmas informações publicamente disponíveis ao Mercado e geralmente o sucedem na manipulação e processamento dessa informação. Os adeptos dos *ratings*, como *lead*,<sup>12</sup> argumentam que as agências são especialistas na obtenção e processamento da informação, e dessa forma, detêm a capacidade de antecipar avaliações do mercado.

A crítica a essas agências especializadas intensificaram-se após a crise mexicana, no final de 1994, e a asiática, em 1997. As agências estariam entre os inúmeros participantes do mercado que não foram capazes de avaliar corretamente o risco inerente a essas economias antes da crise. Suspeita-se, desde então, que as agências de *rating* reagem aos eventos de mercado ao invés de anteciparem-se a eles.

Larrain, Reisen & Von Maltzan (1997) consideram essencial essa questão, acreditando que se as agências de *rating* forem capazes de obter conhecimento antecipado sobre os países e ou se forem capazes de realizar uma análise superior, e posteriormente divulgar aos demais participantes do mercado, elas podem desempenhar o importante papel de atenuar os fluxos excessivos de capitais internacionais. Por outro lado, se as agências reagem aos eventos do mercado, elas acabam amplificando as entradas e saídas abruptas de capital nos países.

Alguns fatores são atribuídos ao fracasso das agências em prever as crises Mexicanas e Asiática, dentre elas (i) o conflito de interesse, pelo fato das mesmas empresas classificadas serem as clientes que remuneram as agências (Larrain, Reisen & Von Maltzan, 1997); (ii) o suposto receio das agências em rebaixar a classificação de países, o que poderia desencadear o processo de crise; (iii) inadequação técnica da equipe de análise, pela concorrência com as grandes boutiques financeiras de *wall street* (IMF, 1999).

---

<sup>11</sup> Característica dos *ratings* em que as agências atuam de forma reativa ao mercado.