

Ministério da Fazenda
Secretaria de Assuntos Internacionais



Risco-Soberano
e Prêmios de Risco
em Economias Emergentes

Temas de
Economia
Internacional

01

**Otaviano Canuto e
Pablo Fonseca P. dos Santos**

Brasília,
outubro de 2003

Risco-Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes

Otaviano Canuto* e Pablo Fonseca P. dos Santos**

A Série Temas de Economia Internacional da Secretaria de Assuntos Internacionais do Ministério da Fazenda (SAIN-MF) tem como objetivo oferecer breves notas sobre temas relevantes de políticas públicas no Brasil, em particular aqueles relacionados ao comércio exterior, à economia e às finanças internacionais. O alvo da Série é o público que não tenha conhecimento especializado nos temas, buscando-se em cada texto apresentar um roteiro introdutório acerca das questões envolvidas, bem como opiniões e resultados de pesquisas existentes sobre os assuntos. Recorrendo a especialistas nos respectivos temas, não necessariamente vinculados ao governo brasileiro, pretende-se fornecer, em cada número, um guia para o leitor não-especialista e, assim, contribuir positivamente no processo de formação de opinião sobre as escolhas de políticas públicas no país. A Série conta com suporte técnico e financeiro do Banco Mundial.

Brasília, outubro de 2003 (revisado em 19 de novembro de 2003)

As opiniões aqui expressas são de inteira responsabilidade dos autores e não correspondem necessariamente as opiniões do Ministério da Fazenda ou da Secretaria de Assuntos Internacionais

* Secretário de Assuntos Internacionais do Ministério da Fazenda.

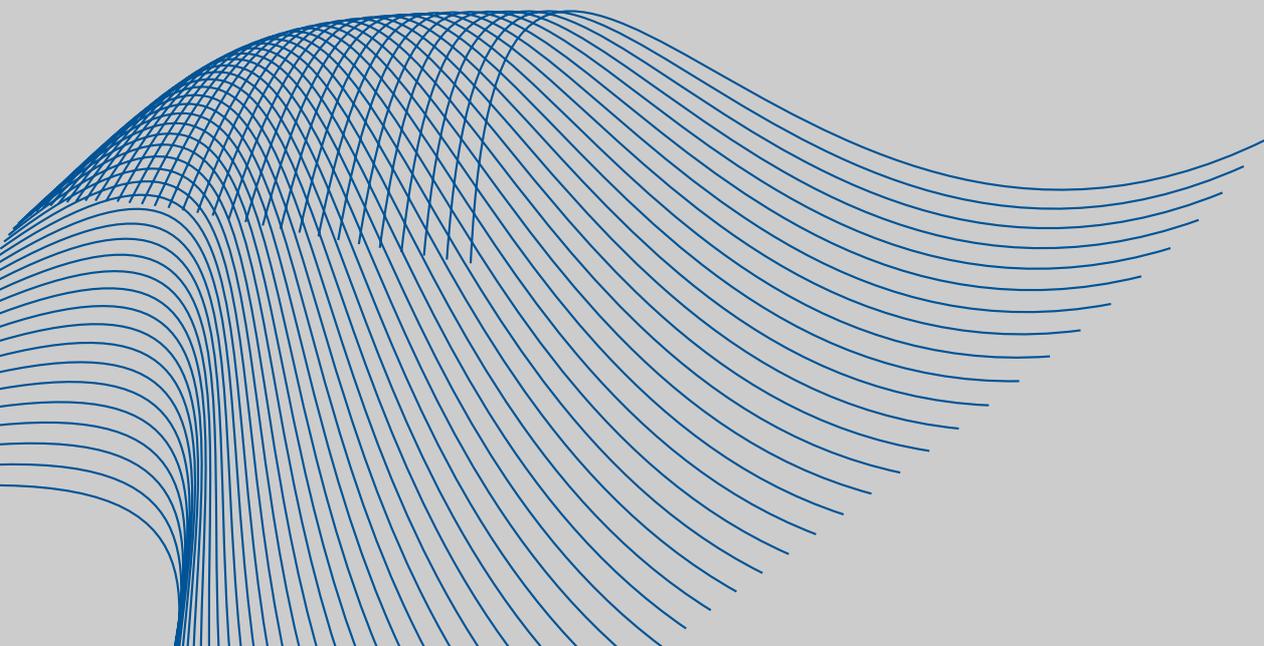
** Coordenador de Assuntos Econômicos e Financeiros da Secretaria de Assuntos Internacionais.

Os autores gostariam de agradecer a Martim Ramos Cavalcanti, César Mattos, Roberto Messeberg, Arno Meyer, Pedro Erik, Miguel Ragone de Mattos, Eduardo Barker, Alexandre Pundek e de Franz Hadmann Jasper. Eventuais erros ou omissões são de inteira responsabilidade dos autores.

Sumário

■	Introdução	4
■	1. Definição e Papel das Classificações Soberanas	7
■	2. Risco-soberano, Risco-país e Prêmios de Risco	15
■	3. O Processo de Classificação de Risco-soberano pelas Agências	20
■	4. Determinantes Macroeconômicos da Classificação de Risco-soberano	25
■	Conclusões	38
■	Bibliografia	40
■	Gráficos	
	Gráfico I: Margem do EMBI+ e Classificação de Risco	18
	Gráfico II: Renda <i>Per Capita</i>	26
	Gráfico III: Inflação (Índice de Preços ao Consumidor)	29
	Gráfico IV: Crédito ao Setor Privado	30
	Gráfico V: Grau de Abertura Comercial	31
	Gráfico VI: Dívida Externa Líquida Total / Receitas em Conta Corrente	32
	Gráfico VII: Resultado Nominal do Governo Geral / PIB	33
	Gráfico VIII: Dívida Bruta do Governo Geral / Receitas Totais	34
■	Tabelas	
	Tabela I: Escala de Classificação de Risco	11
	Tabela II: Taxas Acumuladas de Inadimplência, Segundo Classificação de Risco	13
	Tabela III: Classificação por País e Agência	27
■	Quadros	
	Quadro I: Principais Fatores e Variáveis Consideradas na Avaliação de Risco	24
	Quadro II: Descrição das Variáveis Utilizadas na Regressão	36
	Quadro III: Resultados da Regressão	37

Introdução



Introdução

O presente texto tem como objeto o conceito e os determinantes do “risco-soberano”, bem como o papel cumprido pelas agências de classificação de riscos de crédito que, no âmbito internacional, atuam como principais referências usadas pelos agentes econômicos na avaliação daquele risco. Além de abordar as classificações de risco, o trabalho descreve o processo de avaliação de risco pelas agências e sugere a presença de um conjunto de variáveis macroeconômicas nele observadas.

O objetivo é duplo. O primeiro é delinear o que representa o “risco-soberano”, mediante sua distinção e comparação com outros tipos de riscos. Além de descrever seu tratamento pelas agências de classificação de riscos (*ratings*), buscar-se-á estabelecer as razões da influência macroeconômica exercida por tal tarefa classificatória, particularmente no caso de economias emergentes consideradas como de risco elevado.

O segundo objetivo do trabalho é investigar se é possível localizar variáveis macroeconômicas com as quais se possa associar cada país aos correspondentes níveis de risco-soberano atribuídos pelas agências. Caso se revele possível tal exercício, seus resultados naturalmente fornecerão um guia de indicadores cuja melhora deveria ser buscada por economias emergentes, dado o fato de que a posição do país na classificação de riscos pelas agências traz implicações sobre sua gestão macroeconômica.

O primeiro item do texto apresenta o significado das classificações de risco-soberano, enquanto avaliação qualitativa das probabilidades de inadimplência por parte dos governos centrais dos países. Mostra-se, então, a consistência entre classes de risco e a frequência de inadimplências de títulos privados e soberanos.

Nos mercados de ativos, é a presença de “prêmios de risco” que explica as taxas mínimas de retorno exigidas pelos compradores para a aquisição de cada ativo em particular. Nesse contexto, as classes de risco atribuídas pelas agências aos diferentes ativos ou a seus subconjuntos incluem-se entre os elementos que afetam a determinação dos prêmios de risco e a precificação de ativos pelos agentes econômicos.

A despeito das especificidades e do caráter idiossincrático dos riscos – e dos correspondentes prêmios – associados a qualquer ativo em particular, pode-se detectar fatores comuns a subconjuntos de ativos, fatores de risco que assumem então uma demarcação - e mensuração - de âmbito mais geral. Risco-soberano, risco-país, risco de conversibilidade, risco-cambial e outros são exemplos de tais demarcações mais amplas de riscos, presentes em subconjuntos de ativos dentro do sistema financeiro mundial.

O segundo item do texto recorda as diferenças conceituais entre risco-soberano e risco-país, a despeito de seu “parentesco” e da freqüente convergência entre seus movimentos, dado que compartilham vários determinantes em comum. Por outro lado, a despeito das diferenças conceituais, no mesmo item mostramos a estreita relação entre as classificações soberanas e a margem soberana (*sovereign spread*) do índice EMBI+, indicador mais usado como referência de medida de prêmios de risco-soberano cobrados nos mercados secundários de títulos de dívida de economias emergentes e que, corriqueiramente, tem sido identificado como medida para os “riscos-país”. Índices como o EMBI+ movem-se intensamente no curto prazo, ao passo que as classificações soberanas tenderiam a refletir mudanças de duração mais longa, bem como eventos com conseqüências amplas e profundas. No longo prazo, a convergência entre eles seria esperada.

No que diz respeito a índices como o EMBI+, construídos a partir dos movimentos de preços nos mercados secundários de ativos de economias emergentes, cumpre lembrar sua relação com os custos de captação de novos recursos via emissões soberanas ou privadas. Portanto, são importantes a correlação e a eventual causalidade entre, de um lado, classificações qualitativas de risco-soberano e, de outro, índices de prêmio cobrados nos mercados secundários de títulos soberanos, já que estes afetam as taxas de juros em economias emergentes. Este é um canal de influência direta exercida pelas classificações soberanas sobre a gestão macroeconômica das economias emergentes.

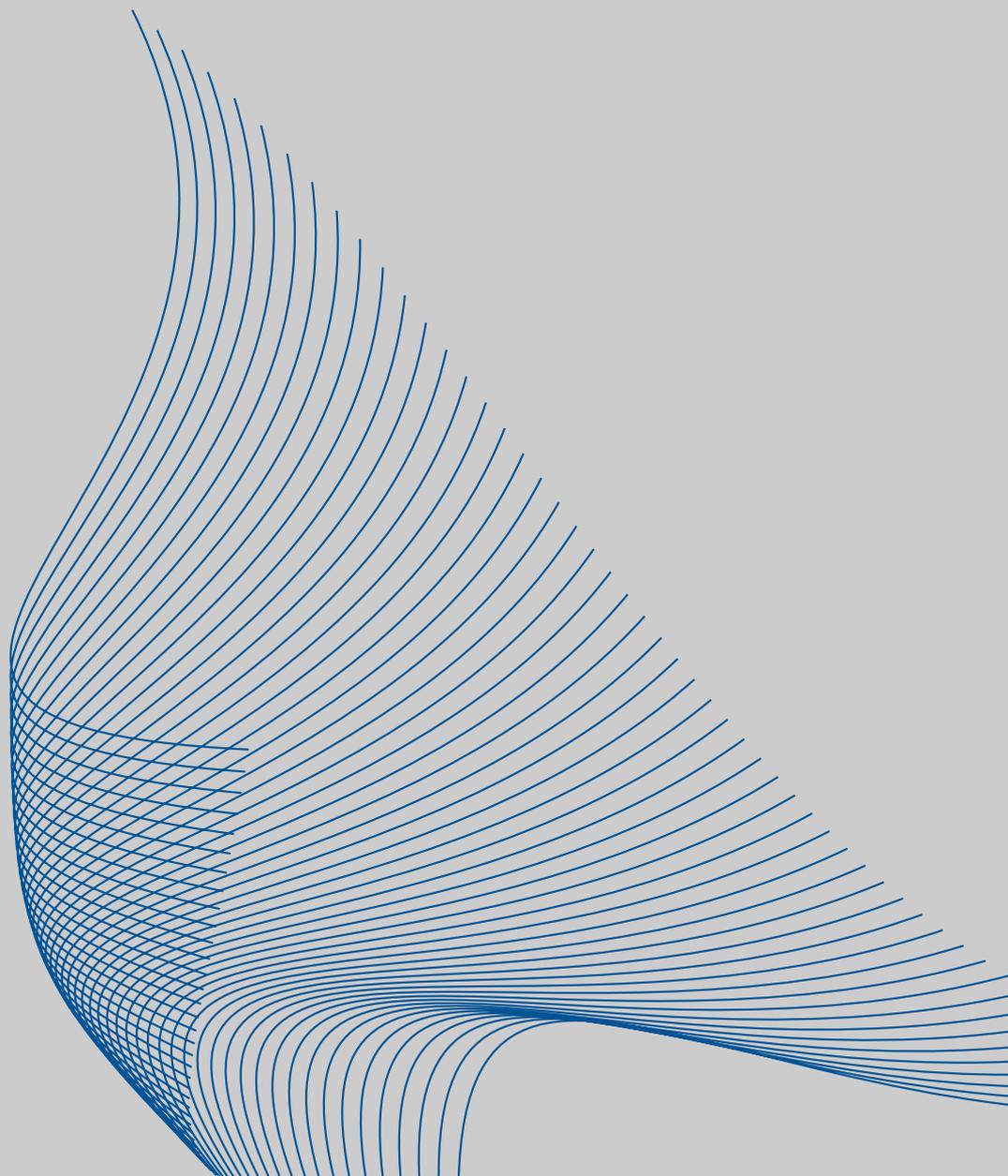
O item 3 descreve o processo da avaliação de risco-soberano pelas agências. Essa avaliação emerge como resultado final de um trabalho interdisciplinar onde se combina a análise por meio de métodos quantitativos com a sensibilidade dos analistas a parâmetros qualitativos.

Finalmente, o item 4 contempla possíveis variáveis macroeconômicas consideradas na avaliação do risco-soberano pelas agências e sua relação com as classificações. Depois de uma aproximação individual a esses indicadores, testa-se o potencial de seu conjunto como determinante da classe de risco-soberano em que se localizam as economias nacionais.

Confirmando outros estudos disponíveis na literatura internacional, o trabalho conclui, então, que, empiricamente, grande parte das diferenças entre as classificações de países, quanto ao risco-soberano, pode ser explicada por um conjunto relativamente pequeno de variáveis. Os resultados mostram que uma classificação soberana alta (ou seja, um baixo risco soberano) está associada a: um nível elevado de renda per capita em dólares; inflação baixa (medida pelo índice de preços ao consumidor); taxa elevada de crescimento econômico; uma baixa relação entre a dívida externa total e as receitas em conta corrente; uma baixa relação entre dívida bruta do governo geral e receitas fiscais totais; a ausência de episódios de moratória a partir de 1975 e, finalmente; um elevado grau de abertura comercial, medida pela corrente de comércio, a saber, a soma de exportações e importações como percentual do PIB.

Como conclusão mais geral do trabalho, sugere-se então o esforço de melhora em tal conjunto de indicadores como um roteiro para a busca de melhor classificação de risco-soberano por economias emergentes. Além dos benefícios em termos de queda nas taxas reais de juros decorrentes de um *upgrading* nas classes de risco, vale realçar a própria saúde macroeconômica por si só associada à melhora nos correspondentes indicadores.

Definição e Nomenclatura das Classificações Soberanas



1. Definição e Nomenclatura das Classificações Soberanas

Transações financeiras são intrinsecamente marcadas por **assimetrias de informação** entre aplicadores e tomadores de recursos. Estes têm necessariamente um maior conhecimento sobre sua própria capacidade de pagamento e sua disposição a pagar do que aqueles que lhes repassam recursos. Portanto, do ponto de vista dos credores, a presença de tal assimetria afetará os prêmios pelos riscos de crédito exigidos em qualquer operação de crédito e aquisição de títulos financeiros.

As transações financeiras só se desenvolvem quando se fazem possíveis meios para atenuar o peso negativo das assimetrias de informação: coleta e processamento de informações antes das operações; firmação de contratos e monitoramento de sua execução de modo a controlar o uso dos recursos após o repasse; estabelecimento de garantias de modo a minimizar as perdas em caso de inadimplência ou falência do devedor e, assim, elevar a disposição a pagar por parte desse devedor etc. Contudo, tais mecanismos operam com custos e nem sempre com eficácia suficiente para contornar o problema.

Quando não há instrumentos legais-judiciários ou institucionais que sustentem o cumprimento de contratos e o exercício de garantias, a assimetria de informações e os prêmios cobrados como compensação pelos riscos de crédito encarecem e, no limite, inviabilizam a existência de transações financeiras. Por seu turno, as agências ou instituições – privadas e públicas – de classificação (*rating*) de riscos de crédito se inserem na coleta e processamento de informações antes das operações. Quer como centro gerador de informações para uso exclusivo, dentro de um grupo econômico, ou como fornecedores de serviços para clientes, tais unidades desenvolvem competências específicas e se beneficiam de economias de escala e escopo nas atividades de análise e classificação de riscos de crédito, o que as justifica e viabiliza economicamente. ¹

A rigor, a presença de agências supridoras de *ratings*, como mercadoria, constitui elemento necessário para que a oferta de recursos financeiros, em qualquer economia, não fique restrita a bancos, instituições com competência particular na coleta e processamento de informações sobre a qualidade de seus clientes, por conta da proximidade com estes que é intrínseca a suas operações. Dado o caráter distanciado e impessoal das relações entre aplicadores e captadores que diferencia os mercados de capitais – ações e títulos de crédito negociáveis em mercados secundários – das operações bancárias, o desenvolvimento de tais mercados supõe a disponibilidade dos serviços de *rating*. ²

Neste contexto, um risco em particular é o **risco soberano**, ou seja, o risco de crédito associado a operações de crédito concedido a Estados soberanos. O exercício de garantias e o monitoramento e cumprimento de contratos adquirem, evidentemente, características distintas daquelas presentes nos casos de crédito para agentes privados ou mesmo de setores públicos infra-nacionais e não-soberanos. Além disso, os determinantes da capacidade de pagamento e da disposição a pagar são de outra natureza, reportando-se a variáveis

¹ Um erro freqüente, entre leigos, é confundir a atuação de tais agências e seus *ratings* com recomendações de compra/venda de títulos, por parte de instituições financeiras a seus clientes, concernentes a ajustes de carteiras usadas como *benchmarks*.

² Num extremo, quando a superação das assimetrias de informação se revela de alto custo ou difícil, não existe nem o crédito bancário e as operações de crédito se limitam ao âmbito da “vizinhança” (parentesco ou proximidade pessoal, informalidade etc.). Isto pode ocorrer com parcelas da economia (população pobre, microempresas etc.) ou até com economias inteiras.

macroeconômicas como reservas de divisas e fluxos no balanço de pagamentos, crescimento econômico e capacidade de arrecadação tributária, fatores políticos etc. As principais agências públicas e privadas internacionais de classificação de riscos de crédito – neste segundo caso, Moody's, Standard & Poor's (S&P) e Fitch – procedem regularmente ao *rating* de riscos soberanos, ainda que, no caso das agências privadas, não seja esta sua atividade econômica central.

Agências classificam tanto um devedor, quanto uma emissão específica. Algumas vezes, caso haja garantias ou cláusulas contratuais que tornem mais seguro um determinado título do que a garantia dada pelo patrimônio geral do emissor, a classificação do título pode superar a classificação do emissor.³

Em relação à moeda de denominação da dívida, as classificações podem ser relativas a obrigações em moeda nacional ou estrangeira. Quanto ao prazo, as classificações podem ser divididas em obrigações de longo-prazo e de curto-prazo, com estas designando os títulos que vencem em menos de um ano.

Como nos demais casos, no risco-soberano as agências buscam avaliar a capacidade e a disposição de um governo servir integralmente a sua dívida nos prazos e condições acordados com os credores quando da contratação do empréstimo. O resultado desta avaliação é sintetizado em classificações, que são estimativas da probabilidade de um dado governo entrar em moratória, o que significa não apenas a suspensão do pagamento dos juros ou principal da dívida na data de seu vencimento, mas também sua troca ou reestruturação "involuntária". Dada a subjetividade do termo "involuntária", é difícil defini-lo precisamente, com as operações sendo avaliadas caso a caso. O principal fator considerado é a presença ou não de alguma redução substancial do valor presente do título após a operação de troca ou reestruturação.⁴

É importante notar que as classificações soberanas referem-se somente a capacidade e disposição do **governo central** honrar suas dívidas com credores privados. São, portanto, uma estimativa do risco-soberano e não se referem aos créditos bilaterais e de instituições multilaterais como o Banco Mundial e o FMI (Bhatia, 2002) ou diretamente à probabilidade de inadimplência dos governos subnacionais, empresas estatais ou privadas.

Dependendo da agência, as classificações podem também incorporar a expectativa de recuperação do principal. As classificações da Moody's são indicadores da perda esperada, que é uma função da probabilidade de moratória e da expectativa de perda monetária em caso de inadimplemento (Moody's, 1999 e Bhatia, 2002). Já a Fitch avalia apenas a probabilidade de moratória até sua ocorrência, a partir de então diferenciando suas avaliações com base na perspectiva de recuperação do principal (Fitch, 1998 e Bhatia, 2002). No caso da S&P, as classificações buscam refletir simplesmente a probabilidade de moratória e não se referem a sua gravidade, o período em que o governo permanecerá em moratória, os termos de uma possível renegociação da dívida e o valor esperado de recuperação do principal (Bhatia, 2002).

Cada agência possui uma taxonomia própria de classificação, o que dificulta sua interpretação e

³ Esse foi o caso de uma emissão de US\$ 250 milhões da Aracruz, realizada em 2002, que recebeu uma classificação "AAA" pela Fitch, a melhor possível, enquanto a classificação da própria empresa era "B", uma das mais baixas. A emissão de 2002 teve garantia incondicional de uma empresa estrangeira (Agência Estado, 7.08.2003). Para maiores detalhes sobre essa operação ver Fitch, 2003d.

⁴ Entretanto, mesmo que ocorra ganho em termos de valor presente, pode haver casos em que os credores são compelidos a participar da operação, devido a, por exemplo, uma sinalização tácita ou explícita do governo de que a opção à troca é a suspensão do serviço da dívida. A título de ilustração, as três agências não consideraram involuntárias as trocas ou reestruturações de dívida efetuadas pelos governos da Argentina, entre maio e junho de 2001, Venezuela, em 2002 e 2003, Turquia, em junho de 2002, e Rússia, em 1998. Já as trocas realizadas pelos governos do Uruguai, em maio de 2003, e da Argentina, em novembro de 2001 foram consideradas involuntárias. Para maiores detalhes sobre a definição de moratória ver Bhatia (2002), Moody's (2003a), Standard and Poor's (1999) e Fitch (2003a).

comparação. De uma maneira geral, as classificações são variações da escala A, B, C, D. Na escala da S&P e da Fitch, a melhor classificação é “AAA” e a pior “D”. Já na escala da Moody’s, a melhor classificação é “Aaa” e a pior “C”. Quanto pior a classificação, maior é a probabilidade de moratória e vice-versa. Os governos classificados acima de “BBB-” ou “Baa3” são chamados de “grau de investimento”, enquanto os classificados abaixo são chamados de “grau de especulação”.⁵

Para diferenciar governos em uma mesma categoria, a S&P e a Fitch adotam sinais aritméticos (+ e -) e a Moody’s números (1, 2 e 3). As categorias mais elevadas (AAA e Aaa) e as mais baixas (CC, Ca, ou abaixo), não possuem tais símbolos de diferenciação.

Um procedimento freqüente, para tornar comparáveis os *ratings*, é adotar alguma transposição, linear ou não-linear, das escalas de classificação de risco para um escala numérica. A Tabela I, adiante, reproduz a transposição proposta por Bathia (2002).

Para cada governo avaliado, as agências divulgam sua opinião sobre a direção provável da classificação de risco no médio prazo (um a três anos). Esse indicador é chamado de perspectiva (*outlook*), que pode ser positiva, negativa, estável e em desenvolvimento.⁶ Quando surge uma possibilidade de mudança na classificação de um soberano, as agências podem colocá-lo em uma listagem à parte. A Moody’s a chama de “lista de aviso” (*Watchlist*) e fornece a possível direção da classificação nos próximos 90 dias: em revisão para elevação (*upgrade*), em revisão para rebaixamento (*downgrade*), ou indefinido.⁷ A listagem da Fitch é chamada de “alerta de classificação” (*RatingAlert*) e a da S&P de “aviso de crédito” (*CreditWatch*), de caráter positivo, negativo ou indefinido.

⁵ As agências disponibilizam as definições das classificações em seus sítios em português na internet. Moody’s: www.moody.com.br; Standard and Poor’s: www.standardandpoors.com.br; Fitch: www.fitchratings.com.br.

⁶ Esta perspectiva é raramente dada e significa que a modificação da classificação está sujeita a ocorrência ou não de determinado fato. Em maio, na lista de classificação da Moody’s, por exemplo, apenas a Venezuela possuía uma perspectiva em desenvolvimento.

⁷ Historicamente, cerca de 70% de todas as classificações corporativas foram modificadas para a mesma direção indicada na “lista de aviso” (Moody’s 2002b).

Tabela I: Escala de Classificação de Risco

S&P	Fitch	Moody's	Escala Numérica
<i>Grau de Investimento</i>			
AAA	AAA	Aaa	1
AA+	AA+	Aa1	2
AA	AA	Aa2	3
AA-	AA-	Aa3	4
A+	A+	A1	5
A	A	A2	6
A-	A-	A3	7
BBB+	BBB+	Baa1	8
BBB	BBB	Baa2	9
BBB-	BBB-	Baa3	10
<i>Grau de Especulação</i>			
BB+	BB+	Ba1	11
BB	BB	Ba2	12
BB-	BB-	Ba3	13
B+	B+	B1	14
B	B	B2	15
B-	B-	B3	16
CCC+	CCC+	Caa1	17
CCC	CCC	Caa2	18
CCC-	CCC-	Caa3	19
CC	CC	--	20
C	C	--	21
SD ¹	DDD ³	Ca ⁴	22
D ²	DD	C	23
--	D	--	24

Fontes: Bathia (2002), Moodys, Standard and Poor's e Fitch.

1. Moratória parcial.

2. Moratória.

3. Moratória. As classificações de obrigações nesta categoria são baseadas na possibilidade de recuperação parcial ou total do empréstimo. Uma vez que a expectativa de recuperação dos montantes são estritamente especulativos e não podem ser estimados com precisão, as seguintes estimativas servem como diretriz: a classificação "DDD" representa o maior potencial de recuperação dos montantes investidos em títulos inadimplentes, de 90% a 100% do principal e juros; o "DD" indica que a probabilidade de recuperação é entre 50% e 90%; e o "D" a menor possibilidade de recuperação, por exemplo, inferior a 50%.

4. Os soberanos classificados como Ca e C geralmente encontram-se em moratória, oferecem pouca segurança financeira e a probabilidade de recuperação integral do principal por parte dos investidores é muito baixa.

(--) Não aplicável.

As classificações de risco são indicadores simples e públicos (as agências disponibilizam suas listagens regularmente em seu sítios da internet), que reduzem as incertezas com relação ao risco dos títulos governamentais. Para os agentes econômicos que usam tais *ratings* como substitutos de esforços próprios de coleta e processamento de informações sobre os riscos soberanos, as classificações viabilizam operações com títulos soberanos, principalmente no caso de países emergentes que, na ausência das classificações, teriam acesso mais limitado a recursos externos e a custos maiores (Cantor e Parker, 1995). Títulos de governos classificados são preferíveis aos de governos não classificados e as classificações são parâmetros amplamente utilizados por investidores para determinar preços e tomar decisões de compra e venda de títulos da dívida externa pública.

Grandes investidores institucionais, como os fundos de pensão, possuem regras de gestão interna ou seguem determinações de órgãos reguladores que limitam a detenção de ativos

classificados como “grau de especulação” (FMI, 1999). Outros montam suas carteiras de investimento com base nas classificações e em sua particular propensão ao risco. Bancos e outras instituições financeiras, seguindo regras próprias ou da legislação financeira de seu país, usam as classificações para determinar provisões e requisitos de capital (Canuto, 2002) (Canuto e Lima, 2002).⁸

O uso bastante difundido das classificações para administrar a exposição a riscos demonstra que os investidores as consideram indicadores adequados da probabilidade de moratória. A tabela II mostra as Taxas Acumuladas de Inadimplência (TI) de soberanos e empresas em períodos de 1, 5 e 10 anos por classificação, segundo a Moody's.⁹ Cada TI responde ao seguinte tipo de pergunta: em média, qual percentagem de empresas ou soberanos classificados como B entraram em inadimplência passados até 5 anos? Na tabela abaixo, verifica-se que isto ocorreu com 22,2% dos soberanos e 33,2% das empresas. Para um número suficientemente grande de observações, a TI tende a tornar-se uma estimativa da Probabilidade de Inadimplência (PI), dada a classe de risco.

A julgar pela tabela II, a relação entre TIs e classes de *rating* é consistente.¹⁰ A freqüência de inadimplência (*default*) nas categorias com “grau de especulação” é maior do que nas classes com “grau de investimento”. Aquela freqüência aumenta na medida em que a classificação piora e em que o tempo considerado é maior.

As classificações não buscam prever a suspensão de pagamentos. São indicadores de risco relativo. Por exemplo, o fato de uma empresa ser classificada como Aa não significa que esta necessariamente permanecerá adimplente, mas apenas que isto tende a acontecer mais freqüentemente ao longo do tempo do que no caso das empresas de classificações inferiores. As taxas de inadimplência são sensíveis à conjuntura do período em que são calculadas, variando consideravelmente em função de ciclos econômicos mundiais e domésticos (Moody's, 1997).

⁸ A respeito do papel das classificações nos mercados de capitais ver também Moody's (1997).

⁹ As três agências publicam estudos anuais onde são calculadas TIs para empresas, mas, até a conclusão deste trabalho, apenas a S&P e a Moody's haviam publicado as TIs de soberanos. As taxas de inadimplência de soberanos dadas pela Moody's são as mais recentes disponíveis. Ver Moody's (2003a), Fitch (2003b) e Standard and Poor's (2002a).

¹⁰ Com uma ressalva para a TI das classificações soberanas Caa, Ca e C para o período de um ano, que é zero, quando se esperaria que fosse superior à da classe B. O tamanho relativamente pequeno da amostra de soberanos pode ser uma explicação para o surgimento deste problema. Enquanto o cálculo das TIs das empresas inclui milhares de observações e dezenas de episódios de moratória, a amostra de soberanos inclui apenas 88 observações, com 8 casos de moratória. As agências esperam que, com a passagem do tempo, as TIs de soberanos e empresas convirjam para valores mais próximos.

Tabela II: Taxas Acumuladas de Inadimplência¹, Segundo Classificação de Risco
(%; janeiro de 1985 a dezembro de 2002)

Classificação	Soberanos			Empresas		
	1 ano	5 anos	10 anos	1 ano	5 anos	10 anos
Aaa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07
Aa	0,00	0,00	0,00	0,02	0,20	0,43
A	0,00	0,00	0,00	0,03	0,56	1,21
Baa	0,00	0,00	0,00	0,19	2,16	4,70
Ba	1,56	12,62	40,59	1,39	12,99	23,13
B	7,89	22,22	53,38	6,44	33,18	51,14
Caa, Ca, C	0,00 ²	n.s. ³	n.s. ³	22,82	59,44	82,51
Grau de investimento	0,00	0,00	0,00	0,07	0,87	1,82
Grau de especulação	3,87	16,59	45,39	5,45	25,06	37,77
Totalsoberanos/empresas	1,19	4,68	9,34	1,86	8,25	11,76

Fonte: Moody's (2003).

1. A taxa acumulada de inadimplência (TI) indica qual a percentagem média de empresas ou soberanos que entraram em inadimplência durante um certo período (neste caso 1, 5 ou 10 anos), dada a sua classificação. Por exemplo, em média, 40,59% dos soberanos e 23,13% das empresas classificadas como Ba ficaram inadimplentes em até 10 anos. Para maiores detalhes sobre metodologia de cálculo ver Moody's (1995).

2. Uma TI significativamente menor nesta classificação em relação a classificação B pode ser reflexo do número limitado de observações (88 soberanos classificados e 8 episódios de moratória).

3. Não significativo. Nenhum emissor de dívida teve classificação Caa, Ca ou C, por mais de dois anos antes do final da amostra.

As agências e suas classificações são hoje um componente importante da dinâmica dos mercados financeiros internacionais. Até os anos 80, o principal fornecedor de crédito externo aos governos era um grupo restrito de grandes bancos internacionais. Hoje, com o uso dos bônus e títulos como principais instrumentos de captação, em substituição aos empréstimos sindicalizados, o conjunto de credores é maior, mais difuso e heterogêneo.¹¹ A profusão de países que recorrem ao mercado internacional de crédito regularmente, os problemas associados à dificuldade de comparação de dados macroeconômicos, bem como a complexidade e diversidade das economias desses países, tornam a tarefa de avaliação de risco-soberano demasiadamente dispendiosa individualmente para a grande maioria dos investidores.

Durante a crise asiática surgiram diversas críticas às agências (Reinhart, 2002) (Sy, 2003). Entre elas a principal foi a de que a classificação de Tailândia, Coreia e Indonésia como "grau de investimento" no início de 1997 não refletia adequadamente o risco de deter títulos da dívida externa dos governos desses países. Por outro lado, no caso dos três países mencionados, nenhum suspendeu o serviço dos seus títulos soberanos, apesar da gravidade das crises¹². Segundo as agências, as classificações não têm como objetivo indicar quando uma moratória ocorrerá ou se o soberano enfrentará uma crise de balanço de pagamentos. Espera-se que os soberanos com "grau de investimento" enfrentem menos crises e tenham maior capacidade para administrá-las do que os soberanos da categoria "grau de especulação".

No entanto, como as crises de balanço de pagamentos influenciam a capacidade de pagar títulos soberanos, as classificações de então dos países asiáticos deveriam estar refletindo

¹¹ Por exemplo, 43,5% dos títulos da dívida externa do governo argentino pertencem a indivíduos e o restante a investidores institucionais. Estes títulos estão denominados em 7 moedas diferentes e sujeitos a 8 jurisdições distintas (EIU, 2003).

¹² Contudo, posteriormente suspenderam o pagamento de outros passivos classificados pelas agências: depósitos bancários, no caso da Coreia em 1998, e empréstimos bancários privados, no caso da Indonésia em 1999 e 2001 (Moody's, 2003a).

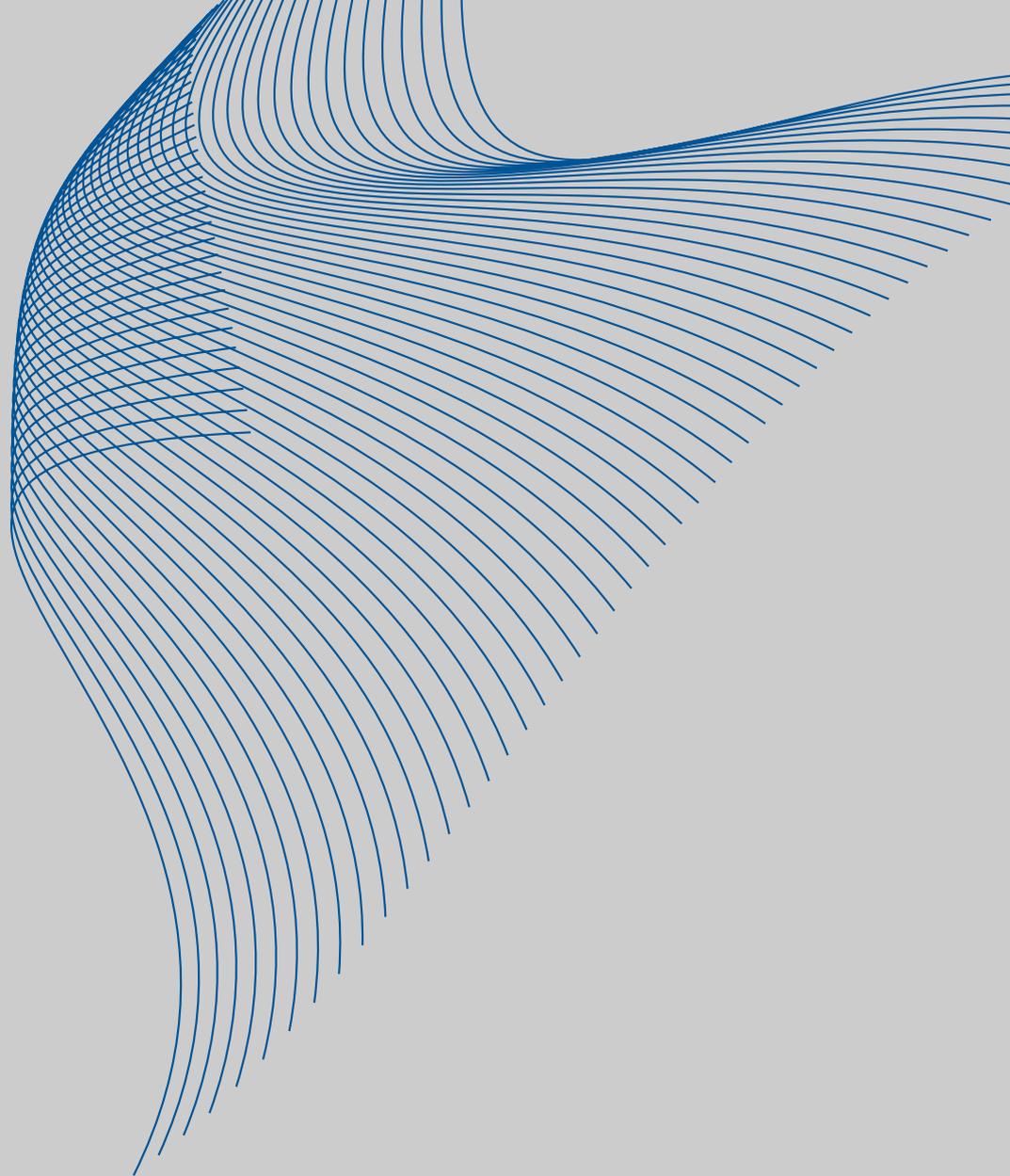
adequadamente também esse risco.¹³ Com efeito, os eventos de moratória da dívida externa dos governos centrais têm sido freqüentemente, embora nem sempre, acompanhados de crise no balanço de pagamentos, desvalorização cambial expressiva, recessão na economia doméstica e restrições à saída de capitais. Afinal, as economias emergentes se caracterizam por ser absorvedoras líquidas de capital externo, num contexto de alta mobilidade de capital e de dominância dos movimentos nas contas de capitais sobre as contas-correntes do balanço de pagamentos. Portanto, o natural é que as crises das economias emergentes em geral se manifestem como “crises gêmeas”, combinando, de um lado, fuga de capitais e problemas cambiais com, de outro, alguma(s) instância(s) doméstica(s) às voltas com posições patrimoniais fragilizadas pela súbita seca nas fontes externas de sua sustentação. No caso da Ásia, em 1997-98, o lado fragilizado foi o sistema bancário e corporativo doméstico, ao passo que, na América Latina, o caso típico foi o de fragilidade no financiamento do setor público (Canuto, 2001).

Ainda em sua própria defesa, as agências argumentam que diversas informações importantes para avaliar a capacidade de pagamento dos países asiáticos não estavam disponíveis antes da crise. Especificamente, os dados oficiais disponíveis subestimavam a relação entre créditos inadimplentes e créditos totais do setor bancário, o nível negativo das reservas internacionais líquidas do Banco Central da Coreia, o estoque da dívida denominada em moeda estrangeira do setor privado da Indonésia e a dimensão das operações no mercado futuro de câmbio do Banco Central da Tailândia. Após a crise asiática, as agências passaram a dar maior atenção para passivos externos do setor privado financeiro, principalmente os de curto prazo, bem como para a possibilidade de que esses passivos se transformem em passivos públicos após uma crise. Também passaram a avaliar mais cuidadosamente os passivos contingentes do setor público (conforme veremos adiante, quando a metodologia de avaliação de risco será discutida em maiores detalhes).

Não obstante as críticas e limitações da avaliação de risco soberano, as classificações têm crescido em importância. O seu uso como parâmetro de regulação financeira é bastante difundido nos EUA e vem se expandindo tanto em países desenvolvidos quanto em desenvolvimento. No Comitê para Revisão do Acordo da Basileia discute-se a possibilidade do uso das classificações como referência para estabelecer os requerimentos mínimos de capital ponderados pelo risco, para créditos a soberanos. Atualmente, os pesos são determinados da seguinte maneira: se um país é membro da OCDE o peso de risco auferido é zero; caso contrário o peso é 100. Pela proposta em discussão, esses pesos variariam de acordo com a classificação de risco dada ao país pelas agências internacionais e pelas agências de seguro de crédito à exportação dos países desenvolvidos que formam o chamado G-10.¹⁴

¹³ Para uma discussão sobre o desempenho das agências durante as crises financeiras dos mercados emergentes nos anos 90, ver FMI (1999). Sy (2003), avaliando o período de 1994 a 2002, conclui que as classificações soberanas não antecipam crises cambiais, sendo normalmente ajustadas após o desencadeamento da crise. Também não foi encontrada uma relação estreita entre crises cambiais e a probabilidade de moratória soberana. Entretanto, as classificações soberanas e mudanças nas mesmas ajudam a prever crises de dívida externa, definidas como a elevação para acima de 10 pontos percentuais (ou, 1.000 pontos base) da diferença entre os rendimentos dos títulos soberanos denominados em dólares e os títulos do tesouro norte-americanos de características semelhantes (*spread*).

¹⁴ Para maiores informações sobre o uso de classificações em processos regulatórios e sobre as propostas de revisão do acordo da Basileia, ver FMI (1999) e Canuto e Lima (2002).



Risco-soberano, Risco-país e Prêmios de risco



2. Risco-soberano, Risco-país e Prêmios de risco

Risco-soberano e risco-país, embora fortemente relacionados, dizem respeito a objetos distintos. O risco-país é um conceito mais abrangente que se reporta, para além do risco soberano, ao risco de inadimplência dos demais credores residentes em um país associado a fatores que podem estar sob o controle do governo, mas não estão sob o controle das empresas privadas ou dos indivíduos (Claessens e Embrechts, 2002). Este é o caso, por exemplo, de empresas privadas que detêm capacidade e disposição de realizar compromissos com credores externos, mas se defrontam com **riscos de conversibilidade ou transferência** de divisas decorrentes da possibilidade de controles de capitais serem subitamente estabelecidos pelo Estado soberano.

O risco-país diz respeito a todos os ativos financeiros do país, impondo-lhes uma carga compensatória de prêmio no retorno por eles oferecido. Evidentemente, os dois riscos guardam relação de parentesco, já que uma moratória na dívida soberana tende a exercer impacto negativo sobre os demais fluxos de capital para o país, afetando também dívidas externas privadas. No sentido inverso, sem disponibilidade de divisas o Estado soberano torna-se incapaz de cumprir seus compromissos devidos em moeda estrangeira. Ainda assim, vale guardar as diferenças: na Ásia, conforme observamos, a crise gêmea no mercado cambial e nas finanças privadas domésticas ocorreu sem riscos equivalentes na área de suas dívidas soberanas, enquanto na Rússia, como exemplo contrário, a crise na dívida pública não impediu a continuidade de alguns pagamentos privados ao exterior.

Com efeito, em contraste com a década de 80, a prática que tem atualmente prevalecido entre os governos durante crises de balanço de pagamentos, ainda que nem sempre bem sucedida, é tentar evitar uma moratória generalizada. Isto pode ser justificado pelo aprofundamento da integração econômica e financeira da década de 90, que fez com que o papel do setor externo crescesse substancialmente, sobretudo nos mercados emergentes. Muitas empresas desses países utilizam extensivamente o mercado externo para se financiar e o investimento direto estrangeiro é um fator importante para o seu crescimento econômico. Controles cambiais extensivos podem gerar dificuldades duradouras para a captação de recursos no exterior pelas empresas e redução nos fluxos de investimento direto estrangeiro, causando danos importantes à economia do país (Claessens e Embrechts, 2002).

Como regra geral, a classificação soberana é um teto para os demais credores de um país, mas o teto pode ser ultrapassado em situações especiais, quando as agências entendem que determinados devedores estão menos vulneráveis ao risco de transferência. Por exemplo, a partir de junho de 2001, a Moody's flexibilizou sua política de teto soberano, tendo em vista os episódios recentes de moratória da dívida externa do Paquistão, Equador, Rússia e Ucrânia, quando os governos permitiram pagamentos em moeda estrangeira de algumas classes privilegiadas de devedores. Estes foram tipicamente companhias grandes e importantes que se financiavam extensivamente nos mercados internacionais e cujo cumprimento de obrigações, caso impedido, poderia agravar ainda mais a situação econômica desses países (Moody's, 2001).

Segundo a agência, são cinco os fatores avaliados que poderão levar a classificação de uma empresa para além do teto soberano: i) a probabilidade de moratória generalizada no caso de inadimplência do governo central; ii) valor da dívida, levando-se em conta as garantias; iii) condições de acesso a divisas através da exportação regular e em larga escala, ativos no exterior, proprietário estrangeiro ou outras fontes de apoio externo; iv) integração com as redes de produção global e de suprimento; e v) importância para a economia nacional e para os mercados de capitais internacionais.

Os *ratings* soberanos e de risco-país aplicados aos demais títulos de um país importam porque, além de determinarem a extensão da clientela possível para sua compra, afetam diretamente os preços dos ativos. O rendimento diferencial dos ativos com riscos em relação aos ativos considerados sem riscos é determinado pelas condições gerais de liquidez, pelo grau de aversão a riscos por parte dos aplicadores de recursos e o risco particular que estes atribuem a cada ativo. A assimetria de informações, quando não atenuada, intensifica a aversão a riscos. Quando os *ratings* das agências são usados como referência para aproximação ao risco de crédito, tendem a refletir-se nos preços dos ativos e nos prêmios cobrados pelos riscos.

O indicador de mercado mais difundido no que diz respeito a prêmios de risco em títulos de economias emergentes é o EMBI+ do J.P.Morgan.¹⁵ Este índice é composto por uma cesta de títulos denominados em moeda estrangeira emitidos pelos governos centrais de diversos países emergentes e que são negociados em mercados secundários.¹⁶ O EMBI+ é composto principalmente por títulos da dívida externa (*Bradies* e Eurobônus), mas pode também incluir empréstimos negociados (*traded loans*) e títulos domésticos denominados em moeda estrangeira.¹⁷

O J.P.Morgan divulga os níveis do índice e as margens soberanas (*sovereign spreads*). O índice representa uma média ponderada, pelo volume negociado no mercado secundário, dos preços dos papéis que compõem a cesta; a margem soberana é dada pela diferença entre os rendimentos dos títulos governamentais e os títulos do Tesouro dos EUA com características semelhantes, considerados de risco zero (Aaa/AAA, na classificação das agências). O EMBI+ pode ser decomposto em sub-índices, um para cada país. A margem soberana desses sub-índices é usualmente referida como "risco-país".

A remuneração adicional em relação aos títulos do governo dos EUA é dada para compensar o maior risco dos títulos da dívida pública de países emergentes. Quanto maior a margem, maior é a probabilidade de inadimplência inferida pelos investidores. Como no cálculo da margem soberana são considerados apenas títulos emitidos pelos governos centrais, corresponde a um indicador de risco-soberano, sendo algo imprecisa sua denominação como "risco-país".

Tendo em vista que a margem do EMBI+ e as classificações das agências são indicadores de risco-soberano, espera-se alguma relação direta entre ambos. O gráfico 1 mostra esses dois indicadores para os países que compõem o EMBI+, exceto Nigéria e Argentina. Observa-se que há de fato uma relação direta, mas imperfeita, entre a margem do EMBI+ e os *ratings*. Uma notável exceção é a Ucrânia que possui a mesma classificação média do Brasil, mas a margem soberana era três vezes menor em 19 de setembro de 2003.

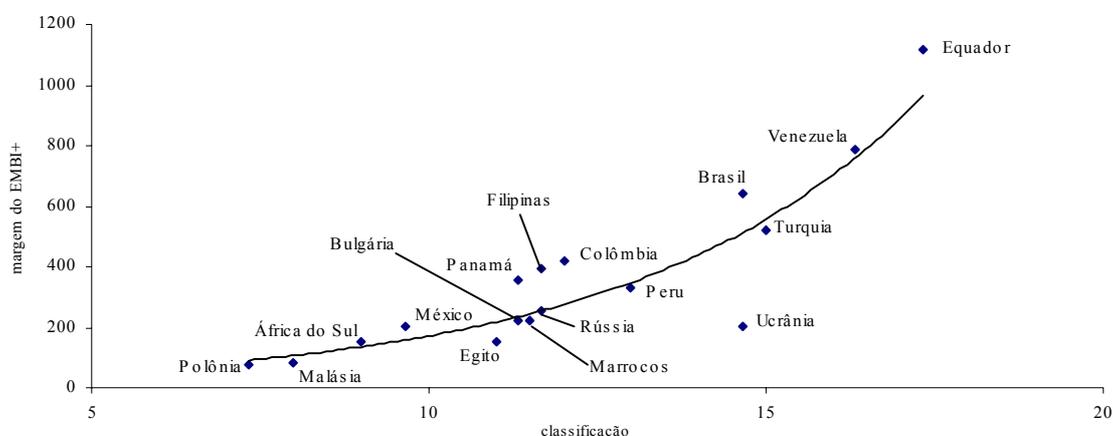
Não obstante, de um modo geral, os governos em "grau de especulação" enfrentam um custo mais elevado de captação de recursos no mercado internacional em relação aos "grau de investimento". Isto tem reflexos diretos sobre o custo de financiamento externo do setor privado, pois a margem, bem como a classificação soberana, são parâmetros importantes na determinação dos custos das captações externas dos residentes de um país.

¹⁵ *Emerging Markets Bond Index Plus* (Índice dos Bônus dos Mercados Emergentes Mais).

¹⁶ Em setembro de 2003, faziam parte do EMBI+: Argentina, Brasil, México, Rússia, Venezuela, Turquia, Filipinas, Colômbia, Malásia, Bulgária, Peru, África do Sul, Panamá, Equador, Polônia, Marrocos, Ucrânia, Egito e Nigéria. Para maiores detalhes sobre a metodologia de compilação do índice, ver J.P.Morgan (1995).

¹⁷ Em 30 de agosto, o EMBI+ era composto por 28,5% de *Bradies*, 70,8% de Eurobônus e 0,7% de empréstimos negociáveis, segundo o valor de mercado. Os critérios para que um título da dívida faça parte do EMBI+ são: um valor mínimo a vencer de US\$ 500 milhões; classificação igual ou inferior a BBB+ (S&P) e Baa1 (Moody's); mais de um ano para o vencimento; e a possibilidade de ser compensado internacionalmente, por meio de sistemas como o Euroclear.

Gráfico I: Margem do EMBI+ e Classificação de Risco (19 de setembro de 2003)



Fontes: J.P.Morgan, Moody's, S&P e Fitch.

- Notas: 1. Média das classificações segundo a escala numérica descrita na tabela I.
2. Classificação acima de 10 grau de especulação; abaixo grau de investimento.
3. O Marrocos não é classificado pela Fitch.

Uma das razões para eventuais desacordos entre as avaliações de risco do mercado e das agências é que a margem é extraída dos preços de ativos, sujeitos a forças de oferta e demanda que são, por sua vez, influenciadas por diversos fatores que vão além das variações na percepção de riscos. Conforme observamos, influenciam nesse contexto as alterações de humor quanto à confiança dos aplicadores na qualidade de informações e nos parâmetros mais gerais de cálculo, o estado de sua aversão a riscos, a liquidez colocada pelas políticas monetárias de economias desenvolvidas e outros fatores de curto prazo.¹⁸ Em contraste com a perspectiva mais estável e de maior alcance temporal buscada nos *ratings*, os índices de preços de mercado são sensíveis a eventos conjunturais, de curto prazo, o que lhes leva a flutuações gerais ou específicas a países.

Contudo, salvo por discrepâncias em períodos curtos, os estudos existentes apontam para uma relativa convergência entre índices de prêmios de riscos nos mercados e os *ratings* das agências, quando são tomadas como referência as médias de períodos longos. Variações de caráter geral, como, por exemplo, um aumento generalizado da aversão a riscos, queda na confiança ou redução na liquidez disponível, tendem a deslocar para cima e a tornar mais íngreme a Curva do Gráfico 1, sem, porém, subverter a escala crescente de prêmios conforme os *ratings*.

No longo prazo, a volatilidade exibida pelos prêmios de risco das economias com "grau especulativo" revela-se maior do que a equivalente nos casos de "grau de investimento", algo que acaba acentuando o caráter íngreme da curva. As economias na ponta mais especulativa apresentam maior sensibilidade, por exemplo, em relação às mudanças nas taxas de juros das economias desenvolvidas.

É freqüente a manifestação de dúvidas quanto à natureza da correlação e da direção da causalidade entre classes de risco e prêmios de risco no mercado. Os *ratings* balizam e estabilizam a direção tomada pelos mercados voláteis ou os primeiros seguem tendências que

¹⁸ Este problema se acentua para ativos mais líquidos, como é o caso dos C-Bonds brasileiros. Sua elevada liquidez, além da classificação em "grau de especulação" do governo brasileiro, tornam-lhes, por exemplo, candidatos naturais à venda em momentos de instabilidade nos mercados de títulos de emergentes (Canuto, 2002).

venham a ser sistematicamente mostradas pelo segundo, com as mudanças nas classificações vindo a reboque da mudança na percepção de risco pelo mercado? Os mercados se movem mais rapidamente e, quando exibem um curso sustentado em certa direção, no caso de um ativo em particular, tal direção vê-se freqüentemente acentuada por conta de anúncios de alterações no *rating* do ativo, sugerindo forte pró-ciclicidade resultante do trabalho das agências.

Um estudo realizado pela Secretaria de Assuntos Internacionais do Ministério da Fazenda para Brasil, México e Argentina, cobrindo o período de 1994 a janeiro de 2001, concluiu que, na maioria dos períodos de flutuação, as agências de classificação de risco mantiveram-se independentes em relação às oscilações da margem soberana. Há casos em que as agências seguem o mercado, casos em que as agências não o seguem e, ainda, outros onde ambos são surpreendidos com a súbita mudança na situação econômica e financeira de um país (SAIN, 2001). Reisen e von Maltzan (1999, citado em FMI, 1999) realizaram um estudo empírico, para 29 países no período de 1989 a 1997, que buscava verificar a existência de causalidade entre variações na margem soberana e variações nas classificações. Os autores concluíram que as margens soberanas precedem temporalmente as classificações no sentido de Granger e vice-versa. Em outras palavras, tanto as classificações podem ser vistas seguindo o mercado quanto o mercado pode ser tomado como seguidor das classificações.

A conclusão desses estudos reflete a prática das agências – descrita no próximo item – e dos investidores. Conforme vimos anteriormente, os investidores tomam decisões de compra e venda com base nas classificações, devido a regras de auto-regulação ou governamentais. Portanto, é natural que, uma vez elevada ou rebaixada a classificação de um soberano, o preço de seus títulos varie na mesma direção, em função do aumento ou diminuição da oferta desses papéis.

Também veremos no próximo item que, em situações normais, a percepção de risco de mercado, conforme refletida nas margens soberanas, não faz parte do processo de avaliação de risco. No entanto, em momentos de instabilidade, as agências a incorporam em sua análise. A razão para tanto é que uma elevação significativa da margem pode, por si só, deflagrar a suspensão do serviço da dívida pela restrição que cria de acesso ao mercado financeiro. As classificações, a princípio, devem ser estáveis, baseando-se nos fundamentos de médio e longo-prazos do credor. Os investidores esperam que essas características sejam preservadas e argumentam que o uso de um indicador volátil como a margem soberana pode reduzir a estabilidade das classificações. Por outro lado, a decisão de uma redução na classificação pode, de fato, ter um efeito pró-cíclico durante crises de confiança, contribuindo para agravá-las (Moody's, 2002a).

Uma hipótese a ser considerada, adicionalmente, é a de existirem fatores comuns subjacentes a ambos os *ratings* e as tendências nos prêmios de risco nos mercados, com a aparente pró-ciclicidade dos anteriores manifestando apenas o caráter mais lento de seus reflexos, em comparação com o imediatismo dos prêmios de risco no mercado. Neste sentido, mesmo quando o movimento de mercado é introjetado nas decisões das agências e os *ratings* acentuam as direções de mercado, o balizamento em última instância de ambos estaria nesse terceiro conjunto de fatores.

A hipótese de um *tertius*, ou seja, da existência de determinantes que antecedem e explicam o co-movimento de *ratings* e prêmios, será visitada no item 4. O próximo item abordará os processos de classificação adotados pelas agências. Notar-se-á, então, a consideração de certo conjunto básico de variáveis macroeconômicas, ao qual nos reportaremos no quarto item.



O Processo de Classificação de Risco-soberano



3. O Processo de Classificação de Risco-soberano

A avaliação de risco-soberano deve julgar não apenas a **capacidade de pagar** dos governos, mas principalmente sua **disposição a pagar**.¹⁹ Isso inevitavelmente introduz certo grau de subjetividade na análise, tornando-a mais complexa e difícil do que a avaliação de risco das empresas. A disposição a pagar pode ser bastante reduzida devido à falta de um mecanismo explícito para garantir o cumprimento integral dos termos acordados quando contratada a dívida. Não há, por exemplo, uma entidade supranacional capaz de resolver, em tempo razoável, os contenciosos entre governos e credores e há uma grande dificuldade para credores imporem sanções diretas no caso de inadimplência. Isto decorre do princípio do direito internacional da imunidade dos estados soberanos, segundo o qual as propriedades, tanto físicas quanto financeiras, dos governos não estão sujeitas a jurisdição de um segundo governo estrangeiro.²⁰ Além disso, as decisões governamentais são tomadas levando-se em consideração não apenas aspectos econômicos e financeiros, mas também sociais e políticos, que podem exercer influência decisiva sobre a disposição a pagar dos soberanos.

A sanção mais efetiva que os credores podem impor é o fechamento do mercado internacional de crédito para os governos inadimplentes e a exigência de um maior prêmio de risco (maior taxa de juros) quando estes voltam a captar recursos no exterior. Em parte por isso, a maioria dos eventos de moratória soberana é parcial, em vez de total. Tipicamente, os governos em dificuldades estabelecem um tipo de hierarquia entre seus credores e evitam tornarem-se inadimplentes com as instituições multilaterais de crédito. Um governo pode permanecer em moratória por um longo período, mas, cedo ou tarde, necessita retomar as captações externas, chegando a algum tipo de acordo com os credores quanto aos créditos pendentes.

Uma pesquisa conduzida pelo FMI mostra que as classificações não são o resultado de algum modelo estatístico específico que determine quantitativamente a probabilidade de moratória (FMI, 1999). A avaliação sobre a disposição a pagar introduz um elemento de subjetividade que torna esses modelos pouco eficazes para a avaliação de risco-soberano. A classificação é o resultado de um trabalho interdisciplinar que combina a análise por meio de métodos quantitativos com a sensibilidade dos analistas a parâmetros qualitativos (Moody's, 2003b), sendo dada grande ênfase a esse segundo aspecto.

Normalmente, o processo de classificação é composto por três etapas: i) avaliação de conjuntura, ii) quantificação dos fatores avaliados, mesmo que qualitativos, por meio de um "modelo de pontuação" e iii) decisão da classificação por votação em um comitê com base na análise das informações levantadas em (i) e (ii).²¹

¹⁹ Há uma extensa literatura teórica sobre risco-soberano. Para uma resenha desta literatura até 1986 ver Eaton, Gersovitz e Stiglitz (1986); para uma resenha mais recente ver Araújo (2002).

²⁰ Mais recentemente, tem prevalecido o princípio da imunidade soberana restrita, que limita a imunidade soberana a atividades tipicamente de Estado, como no caso das embaixadas e consulados, e não se aplica a atos de gestão, ou seja, aqueles que também podem ser executados pelo setor privado. No entanto, essa distinção teve até o momento pouco efeito prático. Raros são os casos de credores que obtêm decisões favoráveis a penhora de ativos estatais face ao não pagamento de uma dívida. Por outro lado, o valor dos ativos penhoráveis de governos no exterior é, na maioria dos casos, significativamente inferior ao total devido. Este tema é mais complexo e polêmico do que descrito aqui e foge do objetivo deste trabalho. Para um resumo dessa discussão nos EUA e Reino Unido, ver Obstfeld e Rogoff (1996); para um debate sob a perspectiva do direito brasileiro ver Azevedo e Júnior (2001).

²¹ As informações sobre o processo de classificação foram obtidas em Bhatia (2002) e FMI (1999) e complementadas com textos das próprias agências (Fitch, 1998, Standard and Poor's, 1998 e 2002b e Moody's, 1999a, 1999b, 2002a, 2002b e 2003b).

A análise de conjuntura geralmente se inicia com uma visita de pelo menos dois analistas ao país em avaliação. Na oportunidade, são realizadas reuniões com os principais funcionários do governo, com analistas do setor privado, jornalistas, pesquisadores universitários e membros da oposição política. Os encontros com funcionários do governo servem, entre outras coisas, para pedir informações mais detalhadas sobre dados oficiais e são fundamentais para aprofundar o entendimento acerca da condução das políticas fiscal e monetária. As agências dão grande importância à clareza e consistência dessas políticas, pois a experiência mostra que sua condução tem grande influência sobre o balanço de pagamentos e a sustentabilidade da dívida pública. Os contatos com os demais setores servem de contraponto à visão oficial. Após a visita, é elaborado um relatório, distribuído antecipadamente aos membros do comitê, com tabelas de dados macroeconômicos, projeções e a recomendação de classificação.

O comitê é a principal instância do processo de classificação. O modelo de pontuação disciplina suas reuniões, servindo de guia para as discussões e o estabelecimento final das classificações. Cada parâmetro é discutido e avaliado abertamente por seus membros, sendo posteriormente pontuado por votação. Um fator central nessas discussões é a ênfase no exercício comparativo entre países de classificação similar, independentemente de sua região, no intuito de evitar inconsistências. Por esse motivo, a composição do comitê é bastante heterogênea, contendo, além dos analistas especializados no país avaliado, analistas dos setores privados relevantes e especialistas em soberanos de diversas regiões e classificações.

O modelo de pontuação da S&P possui 10 categorias e o da Fitch 14,²² mas ambos podem ser consolidados em 5 categorias gerais: risco político, civil e institucional; setor real; setor monetário e financeiro; setor externo; e setor fiscal (ver Quadro I, adiante). No caso da S&P, a cada categoria é atribuída uma nota de 1 (melhor) a 6 (pior). Os valores das categorias são ponderados e somados para a obtenção da pontuação total. Os fatores qualitativos – como, por exemplo, a probabilidade de um golpe de Estado – são avaliados com base na experiência e entendimento subjetivos dos membros do comitê; para as variáveis quantificáveis são estabelecidos níveis correspondentes a cada nota. A avaliação das categorias não é independente, pois os fatores políticos e institucionais influenciam a dinâmica dos demais setores e vice-versa.

Dado que as classificações são opiniões sobre a probabilidade futura de inadimplência, as projeções de vários indicadores macroeconômicos têm um peso importante no modelo de pontuação. No caso da S&P, as principais projeções consideradas são: PIB nominal *per capita* (em dólares), crescimento real do PIB *per capita*, resultado nominal do governo geral / PIB,²³ dívida líquida geral ou consolidada do governo / PIB, despesas brutas com juros / receitas brutas, inflação medida pelo índice de preços ao consumidor, necessidade bruta de financiamento externo / reservas internacionais, dívida externa líquida do setor público / receitas de conta corrente do balanço de pagamentos e dívida externa líquida do setor privado não-financeiro / receitas de conta corrente do balanço de pagamentos (Bhatia, 2002).

Para construir as projeções do setor real e monetário, utilizam-se extensivamente os cenários de médio-prazo do FMI e do *Consensus Forecast*, da Consensus Economics. As agências dão grande importância às projeções para a dívida pública interna e externa total, que são o resultado final de exercícios de sustentabilidade da dívida. O cenário básico para as simulações de sustentabilidade é construído levando-se em conta a avaliação subjetiva dos analistas especializados, avalizadas pelos membros do comitê, e não um modelo econométrico abrangente

²² Até a conclusão deste trabalho não foi possível a obtenção de informações sobre o modelo de pontuação da Moody's. As agências publicam periodicamente compêndios estatísticos com séries históricas e projeções de diversos indicadores econômicos. O conjunto de variáveis apresentado nessas publicações, bem como nos relatórios sobre os países, é bastante similar. Isto nos leva a crer que as discussões dos comitês das três agências são baseadas em um conjunto relativamente homogêneo de variáveis e parâmetros.

²³ A definição de governo geral abrange governo federal ou administração central, inclusive o sistema previdenciário, banco central e governos locais. Não inclui as empresas estatais financeiras e não financeiras.

de projeções macroeconômicas. Os pressupostos utilizados são variações mais conservadoras das projeções oficiais ou do FMI, a partir dos quais cenários alternativos são construídos (Bhatia, 2002). Algumas vezes as agências condicionam, abertamente ou de modo reservado, uma elevação na classificação à aprovação de reformas que melhoram a perspectiva de longo prazo do endividamento público. Este foi o caso da S&P, ao elevar a classificação do México em 2001 de BB+ para BBB- após a aprovação da reforma tributária, levando na ocasião o país à categoria “grau de investimento”.

Apesar de incorporar projeções, os resultados do modelo de pontuação têm um viés retrospectivo e podem não refletir aspectos menos tangíveis que afetam o risco de moratória, como os fatores sociais, históricos e políticos. O comitê pode entender que a classificação indicada pelo modelo não é adequada, em decorrência, por exemplo, da condução da política econômica. Esta, por sua vez, pode estar relacionada a uma diversidade de fatores, como o caráter ideológico do governo, a austeridade das políticas fiscal e monetária, pressões sociais, popularidade do governo e base de sustentação no Congresso. Os membros do comitê avaliam como as autoridades administraram problemas econômicos no passado, quais as indicações dadas de como eventuais situações de estresse serão administradas no futuro e quais os instrumentos disponíveis para tanto. Entre os aspectos importantes nesta avaliação estão o histórico de moratória de dívida pública, o relacionamento do governo com o FMI e outras instituições multilaterais de crédito, o arcabouço institucional (por exemplo, a existência de um banco central autônomo) e a capacidade do governo para obter o apoio político necessário à gerência de eventuais crises. Como contraponto a seu processo de avaliação de risco-soberano, o comitê discute as opiniões de analistas políticos independentes, analistas de bancos e consultorias privadas e de outras agências de classificação.

Após todas essas considerações a classificação é determinada por votação. Em seguida é elaborado e divulgado um relatório que incorpora a visão majoritária do comitê. O relatório busca explicitar os principais fatores subjacentes à classificação, indicando quais são as principais preocupações da agência, porque a classificação não é maior ou menor, os fatores que podem levar a sua redução ou elevação e quais são as perspectivas para a classificação em diferentes cenários (Moody's 2002a). Além disso, os relatórios vêm acompanhados de uma seleção de indicadores macroeconômicos e projeções para, no máximo, os dois anos seguintes.

Uma vez estabelecida uma classificação, esta é revisada periodicamente. Os processos de revisão e de estabelecimento da primeira classificação são essencialmente os mesmos. Nas revisões, a frequência das visitas varia entre 6 e 24 meses, dependendo do país. Em condições normais, os comitês são reunidos algumas semanas após as visitas. Quando surge um fato inesperado relevante, o analista-chefe responsável pelo soberano pode convocar uma reunião *ad hoc* do comitê, que não é precedida pelas etapas normais do processo. Os resultados das discussões podem levar ou não a uma mudança na perspectiva da classificação, à colocação do soberano na listagem de aviso ou à modificação da própria classificação.

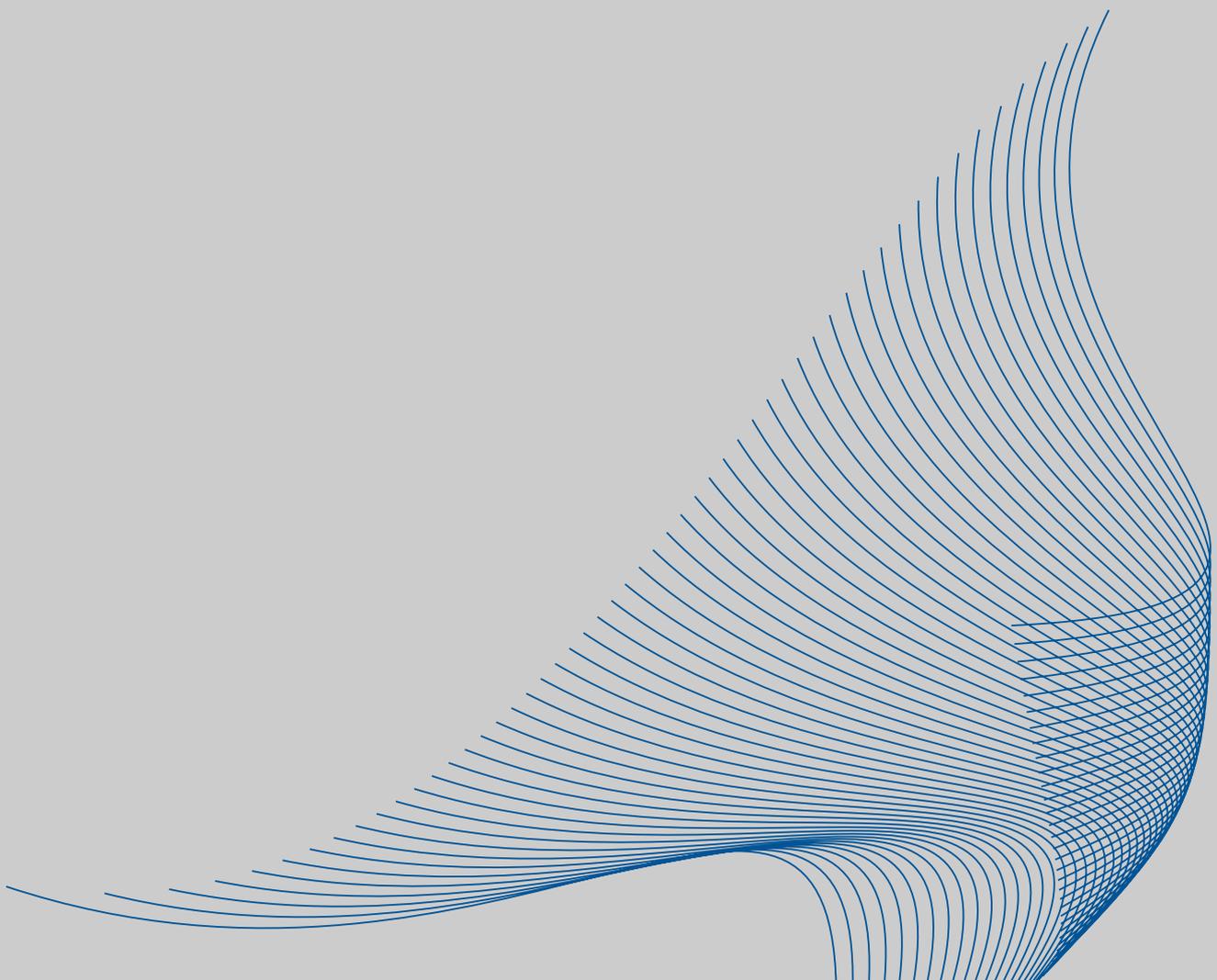
Quadro I: Principais Fatores e Variáveis Considerados na Avaliação de Risco¹

Categoria	Fatores Avaliados	Variáveis Consideradas
Risco Político, Civil e Institucional	estabilidade e legitimidade das instituições políticas; constituição e relacionamento entre as principais instituições; independência do judiciário; participação popular nos processos políticos; probabilidade da sucessão das lideranças; características dos partidos políticos e da base de apoio ao governo (estável ou instável, ampla ou estreita); grau de coesão dos principais partidos políticos em torno das diretrizes da política econômica; independência do banco central; transparência nas decisões e objetivos da política econômica; histórico da relação das autoridades em situações adversas; credibilidade dos principais membros da equipe de primeiro escalão do governo; objetivos e estratégia da política externa; participação em organizações internacionais e em blocos comerciais; relacionamento com instituições multilaterais de crédito (FMI, Banco Mundial, etc); risco geopolítico (possibilidade de guerra); risco de revolução ou golpe de estado; tamanho, crescimento e importância das forças armadas; segurança pública; liberdade de imprensa; legislação e instituições direcionadas à regulação da concorrência; pressões sociais devidas ao baixo padrão de vida da população; desenvolvimento dos serviços de saúde e saneamento; a existência de conflitos étnicos e religiosos.	índice de desenvolvimento humano (Banco Mundial); índice de percepção de corrupção (<i>Transparency International</i>); lista das "verdadeiras democracias" (<i>Freedom House</i>); índice de direitos políticos (<i>Freedom House</i>); índice de liberdade civil (<i>Freedom House</i>).
Sector Real e Estrutura Econômica	taxa e padrão do crescimento econômico; prosperidade, diversidade e grau de orientação para a economia de mercado; existência de políticas industriais e agrícolas distorcidas; disparidade na distribuição da renda; competitividade e rentabilidade do setor privado não financeiro; eficiência do setor público; tamanho do setor público em relação ao setor privado; tamanho e importância das empresas estatais financeiras e não-financeiras e perspectivas de privatização; protecionismo e outras influências contrárias à economia de mercado; integração financeira e comercial com o exterior; volume e composição da poupança e do investimento; diversificação da estrutura produtiva e das exportações; flexibilidade e qualificação da mão-de-obra; nível educacional da população; infra-estrutura de transportes e comunicações; disponibilidade de recursos naturais, inclusive reservas comprovadas de minérios e combustíveis fósseis.	PIB (em US\$ e baseado no PPC); crescimento real do PIB; PIB per capita (em US\$ e baseado no PPC); crescimento real do PIB per capita; investimento/PIB, com detalhamento para investimento privado e público; poupança doméstica/PIB, com detalhamento para setor público, setor privado e famílias; consumo/PIB; crescimento real do investimento; taxa de desemprego; coeficiente de Gini; crescimento populacional; crescimento da produtividade; composição do PIB por setores (agricultura, serviços e indústria); consumo de petróleo/PIB; percentagem da população matriculada em escolas de nível médio ou superior; grau de abertura (importações+exportações/PIB); tarifa média de importação; barreiras não-tarifárias; estrutura do comércio exterior por produtos e parceiros comerciais
Sector Fiscal³	condição da política fiscal e seus objetivos de curto e longo prazos; receitas e despesas do governo geral; necessidades brutas e líquidas de financiamento do governo geral; fontes de financiamento do setor público (internas ou não monetária); flexibilidade na administração das receitas, que está relacionada com a capacidade do governo em aumentar a arrecadação quando necessário; flexibilidade na administração das despesas, que está relacionada com a rigidez dos gastos primários devido ao elevado percentual de despesas não vinculadas; eficiência dos gastos públicos; pressões estruturais sobre o crescimento dos gastos públicos, como pagamento futuro de aposentadorias; crescimento dos gastos com seguridade social e passivos contingenciais; receitas atuais e futuras com privatização; acúmulo de pagamentos atrasados; parcela da receita comprometida com juros; composição por moeda e perfil de vencimento da dívida pública; composição da dívida pública por devedor e credor; porte e solidez das empresas não financeiras do setor público; pontualidade, abrangência e transparência dos relatórios fiscais.	receitas/PIB; despesas/PIB; despesas discretionárias/despesas totais; resultado nominal e primário/PIB; dívida bruta e líquida/receitas; dívida líquida e bruta/PIB; juros pagos/PIB; juros pagos/receitas totais; passivos contingenciais estimados (esqueleto)/PIB; dívida em moeda estrangeira ou indexada a moeda estrangeira/dívida total; dívida externa/dívida total; composição % da dívida por credor; sensibilidade da dívida a flutuações nas taxas de juros.
Sector Monetário e Financeiro	coerência e sustentabilidade das políticas monetárias e cambiais; compatibilidade do regime cambial com objetivos monetários; comportamento dos preços nos ciclos econômicos; expansão monetária e do crédito; fatores institucionais, como o grau de independência do banco central; abrangência e eficiência das ferramentas de política monetária; grau de desenvolvimento do mercado de capitais local; efetividade do setor financeiro na intermediação de recursos; disponibilidade de crédito; solidez do setor financeiro.	inflação (índice de preços ao consumidor); crédito doméstico total/PIB; crédito doméstico ao setor privado/PIB; crescimento real do crédito doméstico total; crescimento real do crédito doméstico ao setor privado; M2/PIB; crescimento nominal do M2; grau de dolarização (total de depósitos em moeda estrangeira no sistema bancário doméstico/total de depósitos no sistema bancário doméstico).
Sector Externo	impacto das políticas monetárias sobre as contas externas; estrutura da conta corrente do balanço de pagamentos; nível e composição dos fluxos de capitais (curto ou longo prazo; investimentos estrangeiros em portfólio ou diretos); nível e perfil de vencimentos da dívida externa total (pública e privada); composição da dívida externa por moedas, por prazo (curto ou longo prazo) e sua sensibilidade a flutuações nas taxas de juros internacionais; nível e composição das reservas internacionais líquidas, buscando-se excluir o montante destinado à manutenção de um regime de câmbio fixo como o <i>currency board</i> ; depósitos dos bancos domésticos em suas matrizes no exterior; operações no mercado futuro de câmbio e outras operações que reduzam o nível efetivamente utilizável das reservas internacionais.	dívida externa bruta e líquida (total, pública e privada)/receitas em conta corrente ⁴ ; dívida externa total bruta e líquida (total, pública e privada)/PIB; serviço da dívida (total, pública e privada)/receitas em conta corrente; serviço da dívida (total, pública e privada)/PIB; dívida externa de curto prazo/dívida externa (total, pública e privada); necessidades brutas de financiamento externo (em US\$); reservas internacionais líquidas (em meses de importação); reservas líquidas; dívida externa de curto prazo; reservas internacionais brutas/M2; resultado em conta corrente/PIB; crescimento nominal e real das exportações de bens e serviços; crescimento nominal e real de importação de bens e serviços; investimento direto estrangeiro (em US\$ e em % do PIB)

Fontes: Standard & Poor's; Bathia (2002); Fitch e Moody's.

1. Os fatores e variáveis descritos neste quadro são levados em consideração por pelo menos uma das três agências, mas não necessariamente pelas três.
2. Paridade do poder de compra.
3. As contas fiscais referem-se ao governo geral, que abrange governo federal ou administração central, inclusive o sistema previdenciário, banco central e governos locais. Não inclui as empresas estatais financeiras e não financeiras.
4. Exportações de bens e serviços mais transferências unilaterais.

Determinantes Macroeconômicos da Classificação de Risco-soberano



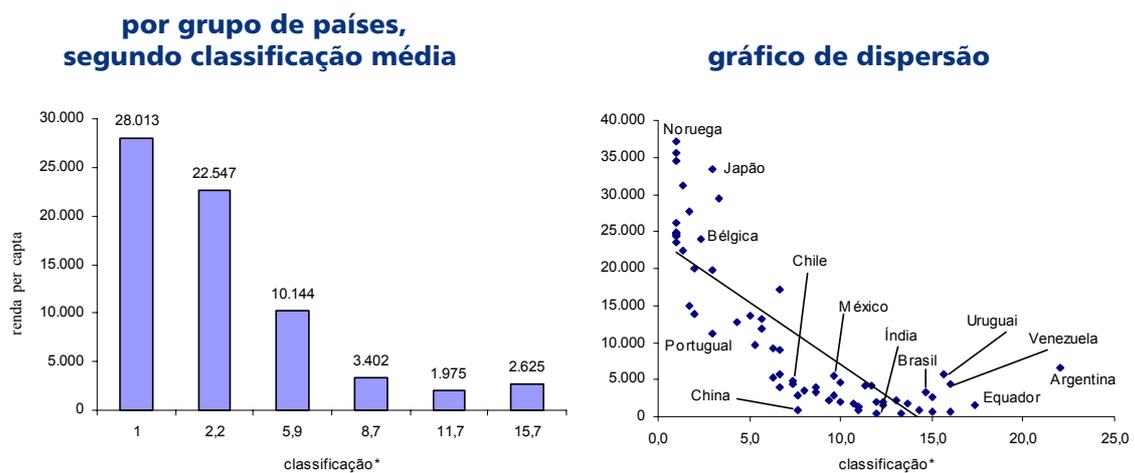
4. Determinantes Macroeconômicos da Classificação de Risco-soberano

As agências não divulgam os pesos atribuídos aos fatores considerados para a determinação das classificações, mas indicam, em artigos sobre a metodologia de classificação e nos relatórios sobre os países, quais são as variáveis mais importantes (vide Quadro 1). Embora as agências ressaltem o caráter prospectivo das classificações, estas são, em grande medida, condicionadas por fatores retrospectivos. Por mais positiva que seja a tendência de uma economia, suas condições iniciais têm grande influência sobre a capacidade e disposição a pagar dos governos.

Neste item, buscamos ilustrar como diversas daquelas variáveis indicadas pelas agências se comportam individualmente em relação à classificação de risco. Ao final, examinaremos a hipótese de que, em conjunto, tais indicadores são bons antecedentes de *ratings* e, por conseguinte, de prêmios de risco no mercado. A descrição dos processos classificatórios, no item anterior, apontou a observação conjunta daqueles parâmetros em seu desenrolar.

Tipicamente, os governos de países de renda per capita elevada possuem uma avaliação de risco baixo (gráfico II). A renda per capita é tida como bom indicador do nível geral de desenvolvimento econômico e institucional de um país. Governos de países ricos têm maior flexibilidade para a adoção de políticas austeras em períodos de adversidade (Fitch, 1998 e Bhatia, 2002). A Moody's (2003b) esclarece que a relevância de determinadas variáveis varia segundo o grau de desenvolvimento do país. As autoridades de países desenvolvidos com uma longa história de estabilidade econômica e institucional têm melhores instrumentos para administrar dívidas públicas e déficits fiscais elevados, bem como choques econômicos inesperados.

Gráfico II: Renda Per Capita
(US\$ correntes; média de 1998 a 2002)



Fontes: Moody's, S&P e Fitch.

*Média das classificações em 31/12/2002 para uma amostra de 66 países segundo descrito na tabela III.

Tabela III: Classificação Soberana por País e Agência
(em 31/12/2002)

	Fitch		S&P		Moody's		Média das escalas numéricas
	Classificação	Escala numérica de equivalência	Classificação	Escala numérica de equivalência	Classificação	Escala numérica de equivalência	
1							1,0
Austria	AAA	1	AAA	1	Aaa	1	1,0
Finlândia	AAA	1	AAA	1	Aaa	1	1,0
França	AAA	1	AAA	1	Aaa	1	1,0
Alemanha	AAA	1	AAA	1	Aaa	1	1,0
Irlanda	AAA	1	AAA	1	Aaa	1	1,0
Holanda	AAA	1	AAA	1	Aaa	1	1,0
Noruega	AAA	1	AAA	1	Aaa	1	1,0
Suíça	AAA	1	AAA	1	Aaa	1	1,0
Reino Unido	AAA	1	AAA	1	Aaa	1	1,0
EUA	AAA	1	AAA	1	Aaa	1	1,0
1-4							2,2
Austrália	AA	3	AA+	2	Aaa	1	2,0
Canadá	AA+	2	AAA	1	Aaa	1	1,3
Dinamarca	AA+	2	AAA	1	Aaa	1	1,3
Espanha	AA+	2	AA+	2	Aaa	1	1,7
Suécia	AA+	2	AA+	2	Aaa	1	1,7
Bélgica	AA	3	AA+	2	Aa1	2	2,3
Nova Zelândia	AA	3	AA+	2	Aaa	1	2,0
Itália	AA	3	AA	3	Aa2	3	3,0
Japão	AA	3	AA-	4	Aa1	2	3,0
Portugal	AA	3	AA	3	Aa2	3	3,0
Islândia	AA-	4	A+	5	Aaa	1	3,3
4-7							5,9
Taiwan	A+	5	AA-	4	Aa3	4	4,3
Eslovênia	A	6	A	6	Aa3	4	5,3
Kuwait	AA-	4	A+	5	A2	6	5,0
Grécia	A	6	A	6	A1	5	5,7
Chipre	A+	5	A	6	A2	6	5,7
Estônia	A-	7	A-	7	A2	6	6,7
Hungria	A-	7	A-	7	A1	5	6,3
Malta	A	6	A	6	A3	7	6,3
Coréia	A	6	A-	7	A3	7	6,7
Israel	A-	7	A-	7	A2	6	6,7
República Tcheca	BBB+	8	A-	7	A1	5	6,7
7-10							8,7
Chile	A-	7	A-	7	Baa1	8	7,3
Polónia	BBB+	8	BBB+	8	A2	6	7,3
China	A-	7	BBB	9	A3	7	7,7
Letônia	BBB	9	BBB+	8	A2	6	7,7
Malásia	BBB+	8	BBB+	8	Baa1	8	8,0
Lituânia	BBB	9	BBB	9	Baa1	8	8,7
Eslováquia	BBB-	10	BBB	9	A3	7	8,7
Tunísia	BBB	9	BBB	9	Baa3	10	9,3
África do Sul	BBB-	10	BBB-	10	Baa2	9	9,7
México	BBB-	10	BBB-	10	Baa2	9	9,7
Croácia	BBB-	10	BBB-	10	Baa3	10	10,0
Tailândia	BBB-	10	BBB-	10	Baa3	10	10,0
10-13							11,7
El Salvador	BB+	11	BB+	11	Baa3	10	10,7
Egito	BB+	11	BB+	11	Ba1	11	11,0
Cazaquistão	BB+	11	BB	12	Baa3	10	11,0
Panamá	BB+	11	BB	12	Ba1	11	11,3
Filipinas	BB+	11	BB+	11	Ba1	11	11,0
Costa Rica	BB	12	BB	12	Ba1	11	11,7
Índia	BB	12	BB	12	Ba2	12	12,0
Rússia	BB-	13	BB	12	Ba2	12	12,3
Colômbia	BB	12	BB	12	Ba2	12	12,0
Bulgária	BB	12	BB+	11	B1	14	12,3
Peru	BB-	13	BB-	13	Ba3	13	13,0
13-22							15,7
Romênia	BB-	13	B+	14	B1	14	13,7
Vietnam	BB-	13	BB-	13	B1	14	13,3
Papua Nova Guiné	B+	14	B	15	B1	14	14,3
Brasil	B	15	B+	14	B2	15	14,7
Ucrânia	B	15	B	15	B2	15	15,0
Turquia	B	15	B-	16	B1	14	15,0
Indonésia	B	15	CCC+	17	B3	16	16,0
Venezuela	B	15	CCC+	17	B3	16	16,0
Equador	CCC+	17	CCC+	17	Caa2	18	17,3
Uruguai	B	15	B-	16	B3	16	15,7
Argentina	DDD	22	SD	22	Ca	22	22,0

Fontes: Moody's, S&P e Fitch.

Todos os países que registraram uma renda per capita abaixo de cinco mil dólares, em 2002, fazem parte da categoria “grau de especulação”. Contudo, nem sempre títulos da dívida de governos de países de renda baixa são considerados investimentos arriscados. Um exemplo é a China, país de renda per capita abaixo de mil dólares avaliado como “grau de investimento” (tabela III). Este país beneficia-se, entre outras coisas, de uma baixa relação dívida bruta / PIB do governo geral e uma baixa dívida externa líquida total, da inflação sob controle e de um retrospecto de crescimento econômico elevado. Já o governo da Índia, que, assim, como a China, é um país de baixa renda, com uma economia dinâmica, de grande população e extensão territorial, é considerado um devedor de risco bastante elevado (tabela III). Entre outros motivos, pesa contra a avaliação de risco do governo deste país, além do baixo PIB per capita, o déficit fiscal elevado do governo geral (10,7% do PIB, em 2002), uma relação dívida pública bruta / PIB alta (77% do PIB, em 2002) e o fato da Índia ser um país fechado ao comércio internacional, com uma participação pequena das exportações no PIB e elevadas tarifas de importação.

A inflação é vista pelas agências como um dos melhores termômetros da consistência das políticas fiscal e monetária, da estabilidade financeira, política e institucional de um país. Financiamentos expressivos e prolongados de déficits orçamentários por meio de emissão monetária invariavelmente levam à aceleração da inflação, ou mesmo à hiperinflação. Nestas circunstâncias, as autoridades geralmente adotam políticas impopulares de contenção de gastos e aperto monetário, que são mais eficientemente implementadas quando há um banco central autônomo e as autoridades desfrutam de uma base ampla e coesa de sustentação política. Caso contrário, o processo inflacionário se intensifica e pode ocasionar a perda de credibilidade do governo e de suas instituições. Este tipo de situação geralmente se faz suceder por suspensão do serviço da dívida pública (S&P, 2002).

O gráfico III mostra que a taxa média de inflação dos últimos cinco anos dos países “grau de investimento” (BBB/Baa ou acima, menor que 10 na escala numérica) é substancialmente mais baixa do que a dos “grau de especulação”. Observa-se também que não há um único país, nesta primeira categoria, no qual a taxa de inflação média dos últimos cinco anos exceda 10%. Por outro lado, as maiores taxas de inflação são verificadas nos países com “grau de especulação”. Entretanto, há casos em que se verificam variações dos preços ao consumidor equivalentes às dos países avançados, como é caso do Peru (3%). Neste país, a baixa taxa de inflação é reflexo da implementação de reformas estruturais na década de 90 e da condução conservadora das políticas fiscal e monetária. No entanto, sua avaliação de risco é prejudicada pela incerteza política, por um elevado nível de endividamento externo em relação às receitas em conta corrente (260%, em 2002) e por uma baixa diversificação da pauta de exportação, que é muito concentrada em produtos primários.

Equador e Turquia são os países da amostra que apresentaram as maiores variações médias do índice de preços ao consumidor, 45,4% e 55,1%, respectivamente. Apenas o primeiro entrou em moratória, em 1998, após uma crise bancária, cambial e política, que levou a dolarização da economia. A Turquia, também enfrenta problemas institucionais e políticos, mas em função de sua posição geográfica estratégica, é beneficiada pelo forte apoio financeiro do FMI.

Gráfico III: Inflação (Índice de Preços ao Consumidor) (variação % em 12 meses; média de 1998 a 2002)

por grupo de países,
segundo classificação média

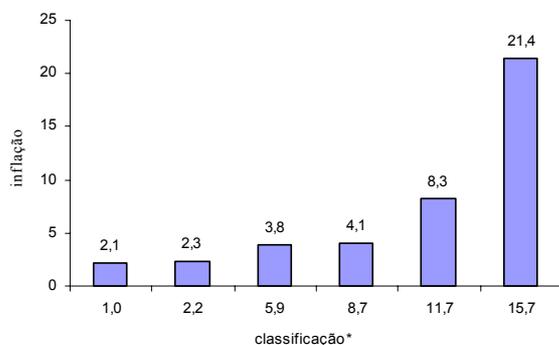
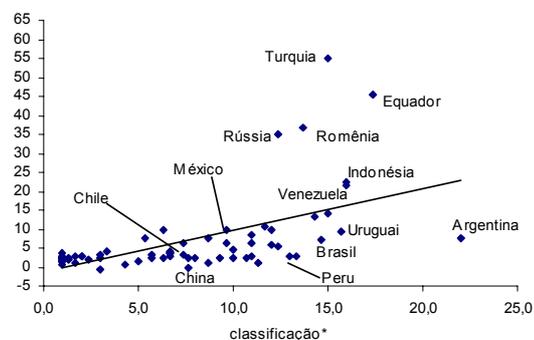


gráfico de dispersão



Fontes: Moody's, S&P e Fitch.

*Média das classificações em 31/12/2002 para uma amostra de 66 países segundo descrito na tabela III.

Um outro fator relacionado ao setor monetário que as agências declaram ter peso importante em suas avaliações é o desenvolvimento do mercado financeiro. Países em que o sistema financeiro é bem desenvolvido e em que os títulos do governo são comprados por uma abrangente parcela da população, o custo de uma moratória é maior, ao contrário daqueles países onde o uso do sistema bancário é limitado e os credores do governo são um grupo pequeno de agentes financeiros (S&P, 2002).²⁴

Um dos indicadores do grau de desenvolvimento financeiro é o crédito doméstico ao setor privado como proporção do PIB. No gráfico IV, observa-se que, de um modo geral, os soberanos de países onde esta variável é elevada possuem melhores classificações. Como verificado na análise das demais variáveis, há diferenças importantes em cada categoria. O México, por exemplo, tem uma das menores relações crédito ao setor privado/PIB (12,5%, em 2002), mas o governo mexicano está na categoria "grau de investimento".

De acordo com a Moody's, este país beneficia-se da crescente integração econômica, comercial e financeira com a economia norte-americana. A agência avalia que, desde o início do NAFTA (*North American Free Trade Agreement*), em 1993, a economia mexicana tornou-se mais resistente a choques domésticos e externos e menos vulnerável ao contágio de crises financeiras de outros mercados emergentes (Moody's 2003c). Um outro aspecto é que a maioria das grandes empresas instaladas no México, com grande número de multinacionais, recorre ao mercado de capitais norte-americano para se financiar, o que reduz a relevância do crédito doméstico ao setor privado como indicador de robustez financeira.

²⁴ Esta consideração é mais pertinente para o risco dos títulos em moeda local, mas tem efeitos importantes sobre a classificação das obrigações em moeda estrangeira. A credibilidade de um governo inadimplente em sua dívida doméstica é muito menor do que a de um governo que honra todos os seus pagamentos.

Gráfico IV: Crédito ao Setor Privado (% do PIB; 2002)

por grupo de países,
segundo classificação média

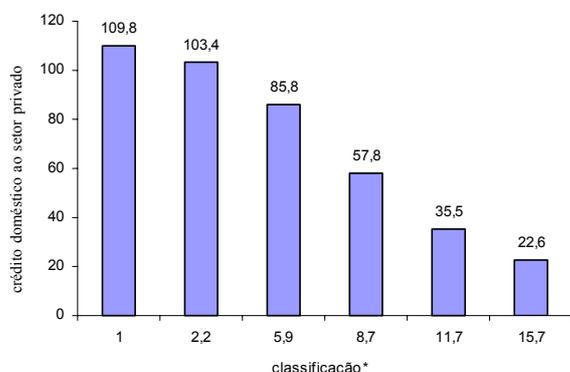
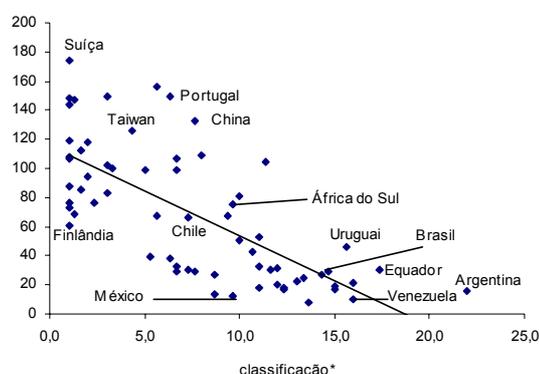


gráfico de dispersão



Fontes: Moody's, S&P e Fitch.

*Média das classificações em 31/12/2002 para uma amostra de 66 países segundo descrito na tabela III.

O grau de abertura comercial e financeira de um país ao resto do mundo é um dos principais fatores considerados durante o processo de classificação, pois afeta diretamente a disposição a pagar dos soberanos. Os custos econômicos e financeiros de uma moratória para um país são diretamente proporcionais a seu grau de integração com o exterior (S&P, 1998). Isto porque o setor privado de uma economia aberta usa intensivamente o mercado financeiro internacional para financiar investimentos, exportações e importações.

Outro argumento, ressaltado pela Fitch (1998), é o de que, onde há uma política de abertura comercial, as indústrias são mais competitivas e voltadas para o mercado externo, enquanto que, em países protecionistas, essas indústrias tendem a ser ineficientes e a privilegiar o mercado doméstico, o que prejudica a geração de divisas, e, por conseguinte, reduz a capacidade de serviço da dívida externa. Adicionalmente, países onde a participação do comércio exterior no PIB é elevada necessitam de uma desvalorização cambial de menor proporção para promover um ajuste do balanço de pagamentos, diante de choques externos, em relação àqueles em que a participação do comércio exterior na economia é reduzida.

No gráfico V temos os graus de abertura comercial (soma de exportações mais importações de bens e serviços medida como percentagem do PIB) no eixo vertical e a classificação soberana no eixo horizontal. Verifica-se uma relação inversa entre essas duas variáveis para os soberanos de classificação "A" ou inferior.

Nas classificações maiores, que englobam os países desenvolvidos, não se observa o mesmo. A proporção entre o comércio exterior e o PIB tem a vantagem de ser um indicador simples de abertura comercial; entretanto, tende a ser menor em economias "grandes" como os EUA, Japão, Brasil, México, Índia e China. Isto acontece porque o numerador (exportações mais importações de bens e serviços) é medido em dólares, enquanto o denominador (PIB) inclui um amplo setor de bens não transacionáveis, cuja importância pode ser subestimada na contabilidade nacional. Além disso, esta variável pode ser sobre-estimada em países em que o setor exportador é fortemente dependente de insumos importados, como o México e a China. Não obstante esses problemas, as agências a consideram um bom indicador do nível de integração de uma economia com a economia mundial (Moody's 2003b)

Gráfico V: Grau de Abertura Comercial

(exportações + importações de bens e serviços em % do PIB; média de 1998 a 2002)

por grupo de países,
segundo classificação média

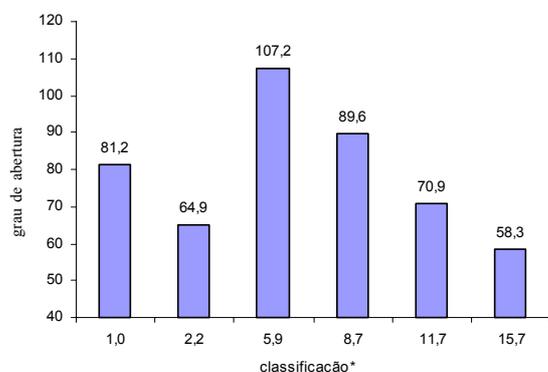
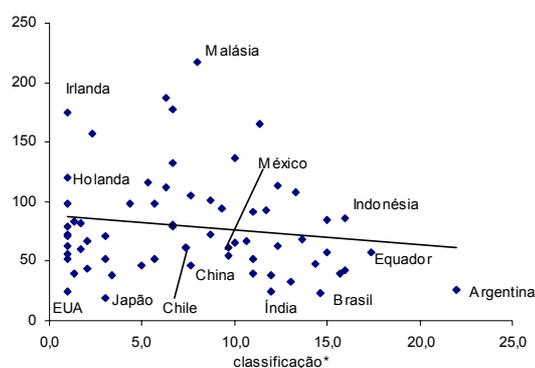


gráfico de dispersão



Fontes: Moody's, S&P e Fitch.

*Média das classificações em 31/12/2002 para uma amostra de 66 países segundo descrito na tabela III.

A variável mais importante na avaliação do setor externo é a dívida externa líquida total (dívida externa bruta, descontados os ativos em moeda estrangeira) em relação às receitas em conta corrente, e não em relação ao PIB, uma medida mais tradicional.²⁵ As razões para se avaliar tanto a dívida externa pública quanto a privada é que esta última pode pressionar as reservas internacionais do banco central e, em certas circunstâncias, os passivos externos privados podem se transformar em passivos governamentais (S&P, 2002). Governos de países onde o setor bancário promove a expansão do crédito doméstico por meio de endividamento externo ou onde a política cambial e o nível de taxa real de câmbio incentivam o crescimento excessivo do endividamento externo do setor privado não-financeiro, possuem uma classificação mais baixa (Bhatia, 2002).

Grosso modo, quanto maior a dívida externa total de um país em relação a sua capacidade de gerar divisas, mais oneroso tende a ser o serviço dessa dívida e maior é o risco de inadimplência do soberano. Contudo, isto nem sempre se verifica. Há outros fatores, considerados conjuntamente com o estoque da dívida, que aumentam o custo e afetam a capacidade de serviço da dívida externa, como o nível das reservas internacionais e a relação serviço da dívida externa/receitas em conta corrente.

No gráfico VI a seguir, observa-se que, em média, nos países com títulos soberanos na categoria de "grau de investimento" a relação dívida externa líquida total/receitas em conta corrente é menor do que a dos países de governos classificados como "grau de especulação". Verifica-se uma dispersão acentuada entre os países AAA/Aaa e AA/Aa. Nestas classificações há exemplos tanto de países com dívida externa líquida negativa, quanto de países que apresentam uma dívida externa líquida equivalente à dos países em "grau de especulação".

Chama a atenção o nível de endividamento externo dos EUA, Austrália e Nova Zelândia, que está entre os maiores da amostra e é equivalente à dos países de classificação B e C. O fato

²⁵ Receitas em conta corrente: exportações de bens e serviços fatores e não-fatores mais transferências unilaterais.

de administrarem economias desenvolvidas, possuem uma boa reputação de cumprimento de seus compromissos externos e, no caso dos EUA, quase a totalidade da dívida externa pública e privada ser denominada em moeda nacional, confere aos governos desses países uma classificação elevada. Em outro extremo está a Venezuela, que possui um dos mais baixos níveis de endividamento externo da categoria “grau de especulação”. Uma conjuntura histórica de instabilidade econômica e política que vem prevalecendo nas últimas duas décadas tem levado seu governo a uma das classificações mais baixas da amostra. O acesso limitado ao mercado financeiro decorrente desses fatores restringe o crescimento da dívida externa venezuelana

Gráfico VI: Dívida Externa Líquida Total / Receitas em Conta Corrente (%)

por grupo de países,
segundo classificação média

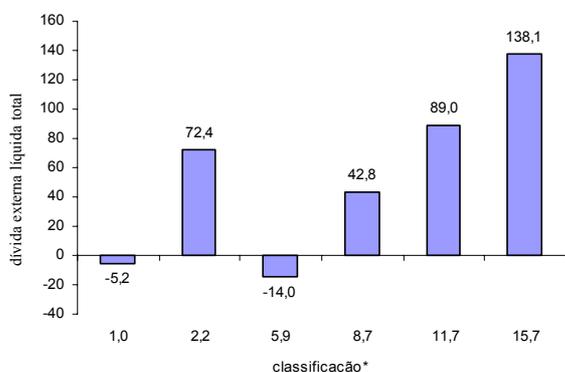
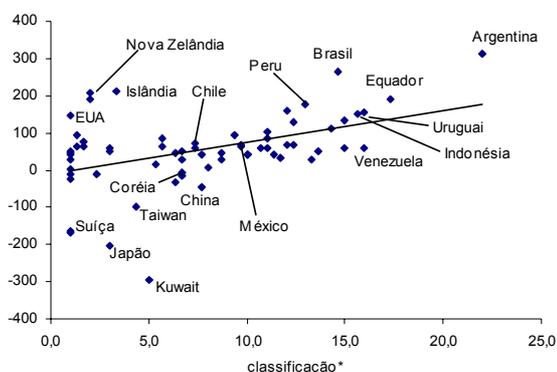


gráfico de dispersão



Fontes: Moody's, S&P e Fitch.

*Média das classificações em 31/12/2002 para uma amostra de 66 países segundo descrito na tabela III.

Na análise das finanças públicas duas variáveis são fundamentais: o déficit nominal do governo geral em proporção do PIB e o estoque da dívida do governo geral em relação às suas receitas totais.²⁶ O motivo pela preferência deste último indicador é que alguns países podem apresentar uma relação dívida pública/PIB baixa, mas, ainda assim apresentar sérios problemas de endividamento em função da sua baixa capacidade de arrecadação. Este é o caso da Turquia, da Índia e do Peru (Moody's, 2003b). Em 2002, a dívida pública bruta peruana foi de aproximadamente 47% do PIB, nível próximo da média da América Latina. No entanto, em relação às receitas, a dívida foi de 270%, uma das maiores da região.

É de se esperar que um governo considerado de risco elevado tenha apresentado déficits nominais elevados nos últimos anos e seu estoque da dívida seja substancialmente maior do que dos governos avaliados como de risco baixo. Nos gráficos VI e VII pode-se verificar que, em média, o déficit nominal aumenta na medida em que piora a classificação de risco. Já no caso do endividamento público esta relação não é tão clara, mas, de uma maneira

²⁶ As agências privilegiam a análise da evolução do estoque da dívida pública líquida. Entretanto, devido a dificuldades de obtenção desse dado para todos os países da amostra, avaliamos nesse trabalho a relação entre classificação soberana e dívida pública bruta.

geral, os soberanos com “grau de investimento” possuem um estoque da dívida menor do que os soberanos com “grau de especulação”.

Outros fatores considerados são a sensibilidade da dívida pública às mudanças nas taxas de juros, a sua composição por moeda, o prazo médio de vencimento e o custo do serviço da dívida. As agências observam também a capacidade do governo de aumentar receitas e cortar despesas quando necessário. Países onde a base de arrecadação é limitada ou grande parte das despesas é vinculada a gastos determinados têm dificuldade para promover um ajuste fiscal quando necessário. Japão e Itália apresentam um nível de endividamento do setor público comparável ao dos países “grau de especulação”. No entanto, o custo de rolagem da dívida pública desses países é baixo, a sua maior parte é denominada em moeda nacional e vence no longo prazo. Além disso, como dissemos no início deste item, as agências entendem que as autoridades de países desenvolvidos têm melhores instrumentos para administrar dívidas públicas e déficits fiscais elevados, bem como choques econômicos inesperados.

Gráfico VII: Resultado Nominal do Governo Geral / PIB (%)

por grupo de países,
segundo classificação média

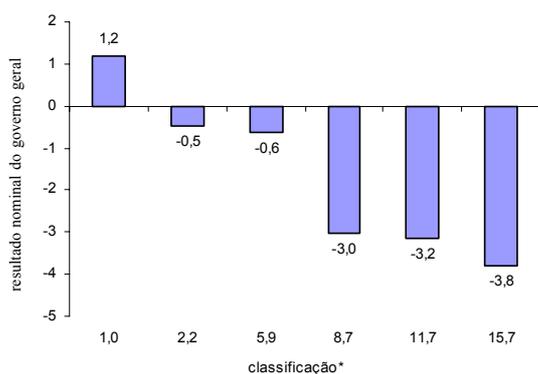
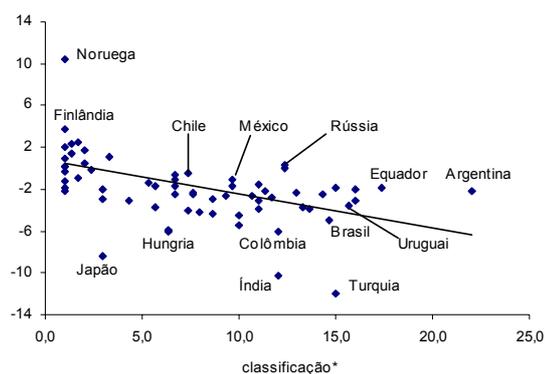


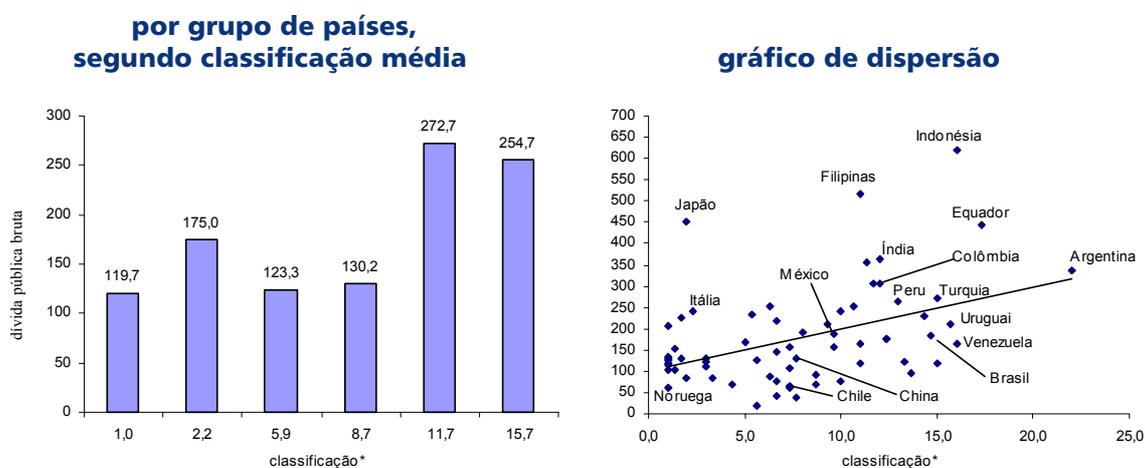
gráfico de dispersão



Fontes: Moody's, S&P e Fitch.

*Média das classificações em 31/12/2002 para uma amostra de 66 países segundo descrito na tabela III.

Gráfico VIII: Dívida Bruta do Governo Geral / Receitas Totais (%)



Fontes: Moody's, S&P e Fitch.

*Média das classificações em 31/12/2002 para uma amostra de 66 países segundo descrito na tabela III.

É possível, portanto, observar relações diretas entre a classificação de risco-soberano e determinadas variáveis macroeconômicas. Essas relações não são em geral perfeitas e há inúmeras exceções, o que é esperado, pois no processo de avaliação as variáveis macroeconômicas são vistas em seu conjunto. Tentaremos identificar, por meio de um modelo econométrico, se o conjunto de indicadores pode ser usado como preditor das classificações.

Um estudo pioneiro e bastante citado é de Cantor e Parker (1996), mostrando que as diferenças entre as classificações soberanas podiam ser explicadas por um conjunto relativamente pequeno de variáveis. Uma classificação alta estaria associada a um nível elevado de renda per capita em dólares, inflação baixa (medida pelo índice de preços ao consumidor), taxa elevada de crescimento econômico, uma baixa relação entre a dívida externa total e as exportações, a ausência de episódios de moratória a partir de 1970 e um alto nível de desenvolvimento econômico, segundo classificado pelo FMI. Por outro lado, o resultado fiscal do governo central e o déficit em conta corrente, ambos em proporção do PIB, apareceram como estatisticamente insignificantes.

A amostra utilizada por Cantor e Parker abrangeu 49 países. A variável dependente foi a média das classificações da Standard and Poor's e da Moody's em setembro de 1995, após sua conversão para uma escala numérica de equivalência. O período considerado para as variáveis explicativas variou substancialmente: para o crescimento real do PIB, foi considerada a média anual de 1991 a 1994; para inflação, déficit em conta corrente (em % do PIB) e resultado fiscal do governo central (em % do PIB), foi considerada a média anual de 1992 a 1994; para o PIB per capita e a dívida externa como proporção das exportações de bens, levaram em conta o resultado registrado no final de 1994. O nível de desenvolvimento econômico foi estabelecido de acordo com a classificação de economias industrializadas em setembro de 1995, segundo o FMI. Para quantificar este fator e o histórico de moratória foram utilizadas variáveis *dummy* (1 = industrializada / 0 = não industrializada; 1 = entrou em moratória pelo menos uma vez desde 1970 / 0 = não entrou em moratória desde 1970).

A princípio, poderíamos imaginar uma relação direta e sistemática entre déficit em conta

corrente e risco soberano. No entanto, isto não é estritamente verdade. Países em moratória ou com severas restrições de acesso ao mercado internacional de crédito são compelidos a um ajuste do balanço de pagamentos que implica a geração de superávits expressivos ou drástica redução do déficit em conta corrente. Este é o caso da Argentina e de outros países de classificação soberana baixa, como Turquia e Uruguai. Em segundo lugar, países com elevada taxa de crescimento econômico tendem a conviver com déficits elevados em conta corrente por um longo período, o que não significa que necessariamente seu risco de moratória soberana é maior. Deve-se observar, entre outras coisas, se o aumento do déficit está sendo financiado por investimentos diretos em setores produtivos, que futuramente aumentarão as receitas com exportações ou reduzirão as importações, ou por formas de endividamento externo crescente que se tornarão insustentáveis a médio prazo. Por fim, há países com tendência estrutural a superávits em conta corrente, como os exportadores líquidos de petróleo. Um exemplo é a Rússia, que apresentou um superávit médio em conta corrente de 10% do PIB entre 1998 e 2002.

Uma reflexão similar pode ser estendida ao caso de fluxos fiscais. Tome-se, por exemplo, uma economia altamente endividada. Caso mantenha fortes superávits primários por um período necessário, a influência positiva destes sobre o *rating* ocorrerá via redução no estoque da dívida. Momentos isolados de fluxos, por seu turno, não são indicativos suficientes para *upgradings* ou *downgradings* na escala de riscos.

A partir do modelo proposto por Cantor e Parker, e com base na importância atribuída a cada variável pelas agências, conforme sinalizado em seus relatórios, desenvolvemos outra versão, com uma amostra maior de países (66 listados na tabela III), dados mais recentes e utilizando, como variável dependente, a média das classificações das três agências, em vez de apenas S&P e Moody's. Em relação ao trabalho desses autores, substituímos a variável explicativa déficit em conta corrente/PIB por grau de abertura (exportações + importações de bens e serviços/PIB) e incluímos a variável dívida bruta do governo geral/receitas fiscais totais. No quadro II, a seguir, há uma descrição detalhada das variáveis escolhidas.

No quadro III apresentamos os resultados da regressão em *cross-section* pelo método dos mínimos quadrados ordinários. A regressão é estatisticamente significativa e explica conjuntamente cerca de 88% da variação na classificação média. Todos os coeficientes são significativos e possuem os sinais esperados, com exceção do coeficiente do déficit do governo geral. As regressões que têm as classificações de cada agência como variável dependente apresentam resultados similares, com uma ressalva para a equação da Moody's na qual o grau de abertura apresenta um nível de significância de 10,6%.

As observações já feitas sobre o déficit do governo geral explicam porque, no que tange à classificação média, pareceu haver uma relação inversa e sistemática entre ambos. Uma possível explicação para a insignificância estatística da variável é que um déficit fiscal reduzido não necessariamente reflete uma situação estável derivada de uma sólida condução da política fiscal, podendo ser simplesmente uma reação a um ambiente de incerteza por parte do mercado que obriga o governo a reduzir suas necessidades de financiamento.

Quadro II: Descrição das Variáveis Utilizadas na Regressão

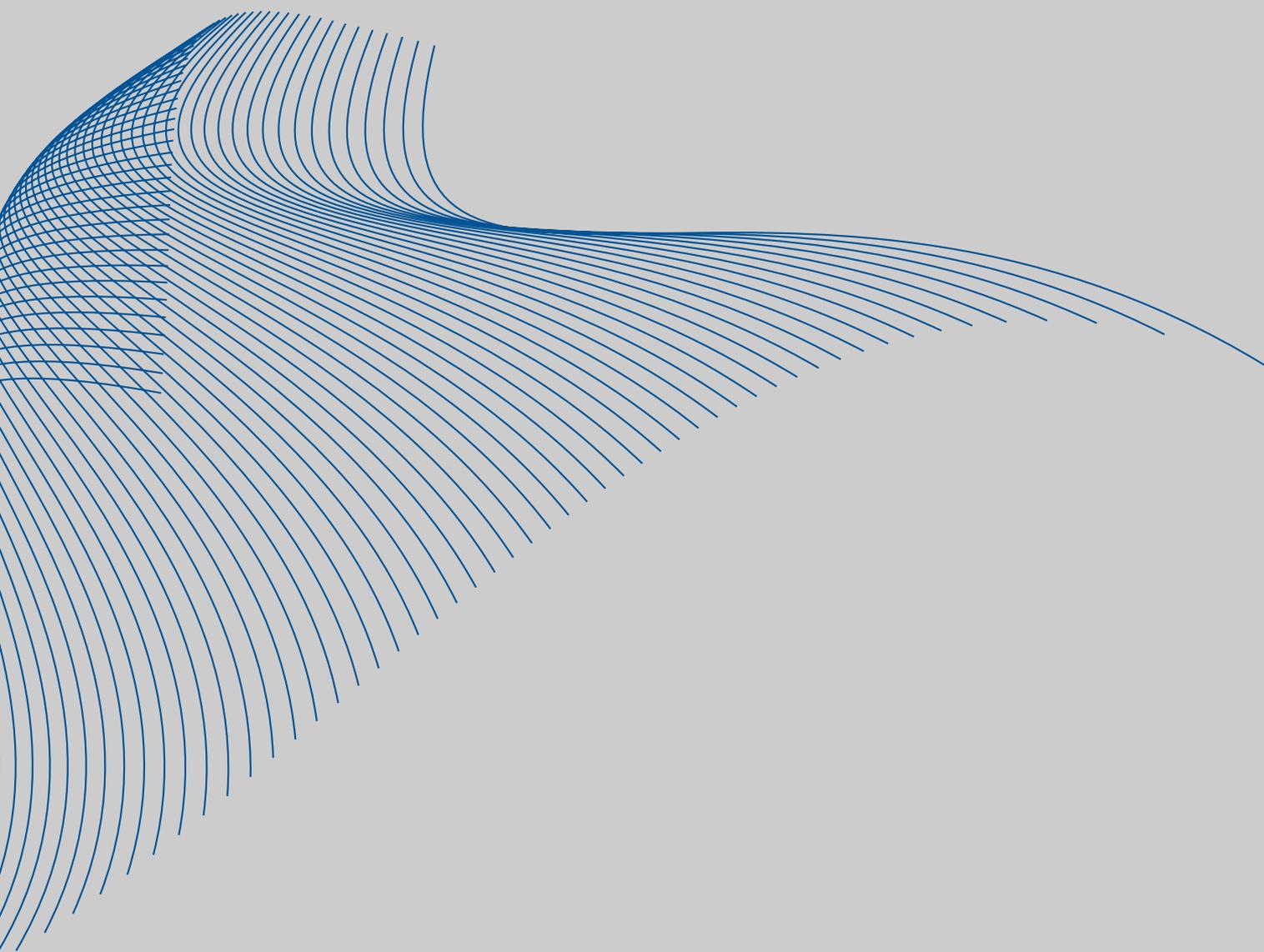
variável	descrição	período	fonte
Classificação (variável dependente)	Classificações de longo-prazo em moeda estrangeira, convertidas para uma escala numérica, conforme a tabela I.	31 de dezembro de 2002	Moody's, S&P e Fitch
Inflação	Variação percentual em 12 meses do índice de preços ao consumidor (fim de período).	média dos dados anuais de 1998 a 2002.	Moody's, <i>Moody's Statistical Handbook</i> , abril de 2003.
PIB per capita	Em mil US\$.	média dos dados anuais de 1998 a 2002.	Moody's, <i>Moody's Statistical Handbook</i> , abril de 2003.
Crescimento real do PIB	Em %	média dos dados anuais de 1998 a 2002.	Moody's, <i>Moody's Statistical Handbook</i> , abril de 2003.
Resultado nominal do governo geral	Em % do PIB. Abrange governo federal ou administração central, inclusive o sistema previdenciário, banco central e governos locais. Não inclui as empresas estatais financeiras e não financeiras.	média dos dados anuais de 1998 a 2002.	Moody's, <i>Moody's Statistical Handbook</i> , abril de 2003.
Dívida bruta do governo geral	Em % das receitas do governo geral. Abrange governo federal ou administração central, inclusive o sistema previdenciário, banco central e governos locais. Não inclui as empresas estatais financeiras e não financeiras.	média dos dados anuais de 1998 a 2002.	Moody's, <i>Moody's Statistical Handbook</i> , abril de 2003.
Grau de abertura	Exportações + importações de bens e serviços em % do PIB.	média dos dados anuais de 1998 a 2002.	Moody's, <i>Moody's Statistical Handbook</i> , abril de 2003.
Dívida externa total líquida	Em % das receitas em conta corrente do balanço de pagamentos (exportações de bens e serviços fatores e não-fatores mais transferências unilaterais. Dívida externa bruta deduzidos ativos brutos no exterior. No caso de países emergentes os ativos externos brutos incluem somente depósitos à vista, reservas internacionais, inclusive ouro, e fundos governamentais depositados no exterior. Ativos do setor privado não financeiro no exterior não são contabilizados, pois são geralmente acumulados por meio de fuga de capitais e é improvável que sejam repatriados durante uma crise.	média dos dados anuais de 1998 a 2002.	Fitch, <i>Sovereign Data Comparator</i> , março de 2003.
Grau de desenvolvimento	1 = economia desenvolvida; 0 = economia em desenvolvimento. Segundo definido pelo FMI	agosto de 2003	FMI, <i>International Financial Statistics</i> , agosto de 2003.
Moratória	1 = o governo suspendeu o pagamento de juros ou principal da dívida interna ou externa, contratada por meio títulos ou empréstimos bancários, pelo menos 1 vez desde 1975; 0 = o governo nunca suspendeu o pagamento o pagamento da dívida interna ou externa desde 1975.	1975 a 2002	S&P, <i>Sovereign Defaults: Moving Higher Again in 2003?</i> , setembro de 2002

Verificou-se uma contribuição significativa ao R^2 ajustado após a inclusão conjunta das variáveis "grau de abertura" e "dívida bruta do governo geral". Dito de outro modo, a incorporação dessas variáveis no modelo aumenta a percentagem da variação na classificação média explicada pelas variáveis independentes. Esta contribuição é especialmente mais expressiva no caso da S&P, o que sugere que esta atribui um maior peso ao grau de abertura em relação às demais agências.

Quadro III: Resultados da Regressão

variáveis explicativas	variável dependente*			
	classificação média	Moody's	S&P	Fitch
intercepto	11,97043	11,35102	12,89111	11,66916
estatística-t	6,084484	5,028219	6,081150	6,079497
valor p**	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
PIB per capita	-0,139772	-0,150938	-0,134295	-0,134083
estatística-t	-2,986244	-3,041307	-2,689963	-2,796211
valor p**	0,0042	0,0036	0,0094	0,0071
Crescimento real do PIB	-0,357154	-0,407587	-0,347230	-0,316643
estatística-t	-2,040592	-2,177232	-1,850170	-1,943515
valor p**	0,0460	0,0337	0,0696	0,0570
Inflação	0,063151	0,057619	0,072819	0,059015
estatística-t	2,504563	1,954964	2,866802	2,503304
valor p**	0,0152	0,0556	0,0058	0,0152
Resultado nominal do governo geral	-0,023533	0,014865	-0,039093	-0,046372
estatística-t	-0,388713	0,215850	-0,646943	-0,800004
valor p**	0,6990	0,8299	0,5203	0,4271
Dívida bruta do governo geral	0,006455	0,007638	0,006530	0,005197
estatística-t	2,814733	2,884997	2,805077	2,337887
valor p**	0,0067	0,0055	0,0069	0,0230
Grau de abertura (logaritmo natural)	-0,736888	-0,644611	-0,913371	-0,652684
estatística-t	-2,269079	-1,643534	-2,558290	-1,970755
valor p**	0,0271	0,1059	0,0133	0,0537
Dívida externa total líquida	0,007807	0,006824	0,007174	0,009422
estatística-t	2,305865	1,963507	1,970324	2,737190
valor p**	0,0248	0,0546	0,0538	0,0083
Grau de desenvolvimento	-4,043825	-3,906897	-4,280330	-3,944248
estatística-t	-3,970761	-3,659393	-4,049303	-3,737016
valor p**	0,0002	0,0006	0,0002	0,0004
Moratória	1,624121	1,924903	1,413743	1,533717
estatística-t	2,085860	2,044157	1,850998	2,169400
valor p**	0,0416	0,0457	0,0694	0,0343
R ² ajustado	0,877147	0,851334	0,872804	0,879611
Desvio padrão da regressão	1,838769	2,092023	1,890906	1,769279
Estatística-F	52,56529	42,35806	50,55783	53,76828
valor p**	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Notas:
Número de observações: 66.
Para remediar o problema de heterocedasticidade apresentado nas quatro regressões, utilizamos o procedimento de White, que não altera o valor dos coeficientes, mas torna os seus desvios-padrão estatisticamente consistentes.
* As classificações médias, as classificações de cada agência e os países que compõem a amostra estão listados na tabela III.
**Nível exato de significância, ou nível mínimo de significância no qual pode-se rejeitar a hipótese nula (Ho: coeficiente = 0)



Conclusão



Conclusão

As classes de riscos de crédito utilizadas pelas agências privadas de *rating* refletem as frequências de eventos de inadimplência, tomando-se estas como indicativas das probabilidades de inadimplência para emissores ou títulos nelas localizados. No caso do risco-soberano, há algo de arbitrário na demarcação entre “grau de investimento” e “grau especulativo”, numa seqüência de riscos de inadimplência que, embora aumente explosivamente nas classes de mais alto risco, sobe de modo gradual nas faixas intermediárias. De qualquer modo, dadas as restrições na auto-regulação ou nas regulações públicas presentes nas fontes de recursos para economias emergentes, faz grande diferença a posição dos títulos do país na estrutura de classes.

No que diz respeito à relação entre classes de risco-soberano e prêmios de risco cobrados sobre títulos dos países, em particular dos títulos públicos de governos centrais, observa-se sua tendência à convergência ao longo de horizontes de tempo mais longos. O movimento dos *ratings* soberanos é mais estável, mudando com menor intensidade, até por causa de sua perspectiva de longo prazo, ao contrário dos *spreads* flutuantes de mercado.

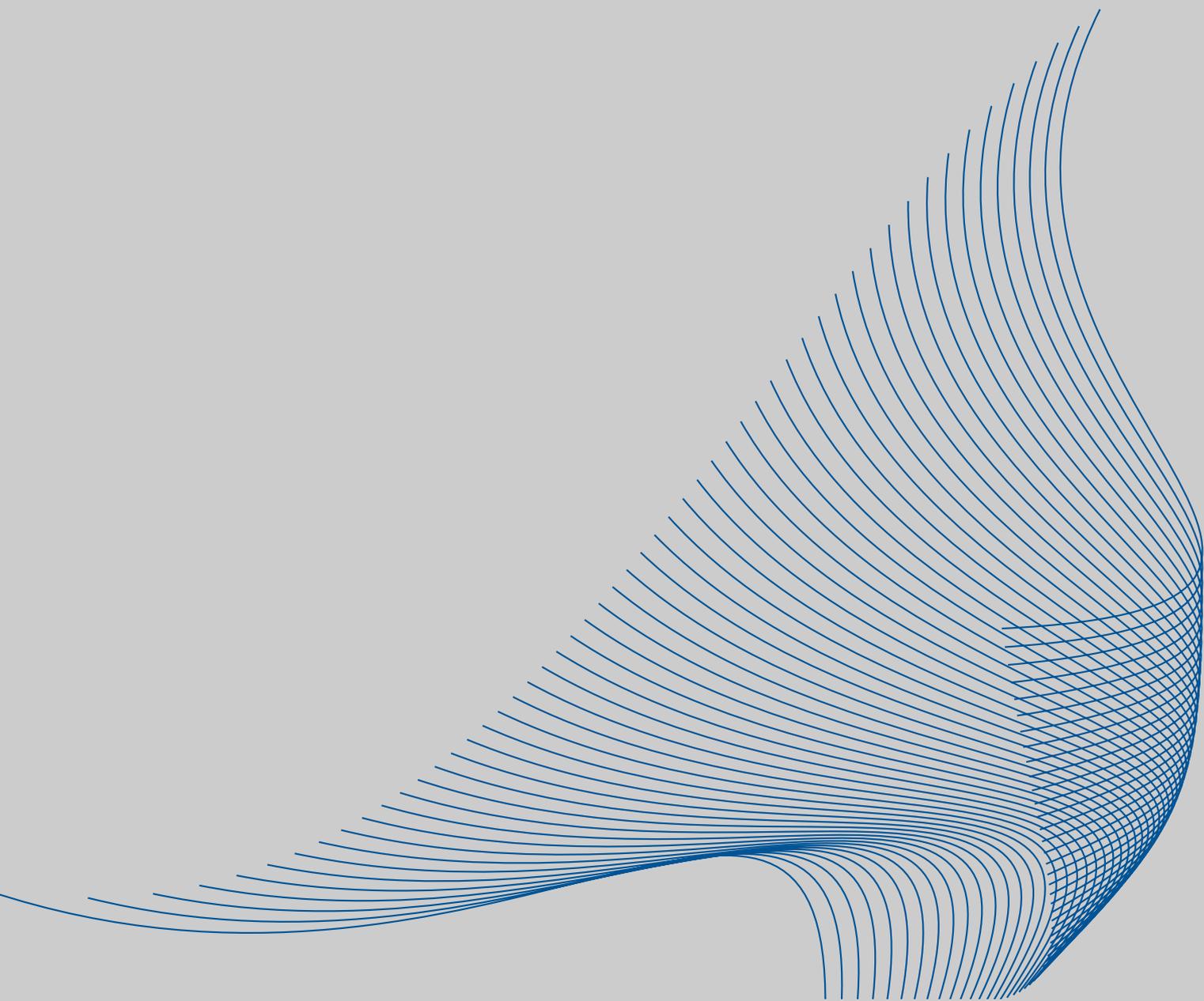
É também fato que há uma interação pró-cíclica e auto-reforçadora entre *ratings* e prêmios, na medida que alterações nos primeiros freqüentemente exacerbam direções nos segundos, bem como que, em situações de estresse, as implicações de elevações agudas nos prêmios de risco também podem ser incorporadas na classificação de riscos de crédito. Contudo, além de ser inegável a menor volatilidade de *ratings*, verifica-se ser possível rastrear alguns determinantes macroeconômicos mais estruturais que explicam, em largos períodos, tanto as mudanças significativas na classificação de risco-soberano dos países, quanto, em última instância, os patamares de prêmios de risco-país.

Com base no exame dos processos classificatórios e de documentos divulgados pelas três maiores agências privadas internacionais de *rating*, destacamos – e testamos com êxito – o peso de certo conjunto de indicadores macroeconômicos na explicação das alterações amplas de classe de risco-soberano de economias emergentes. Variáveis de alteração mais lenta e que influenciam a dinâmica de sustentabilidade da dívida pública e da dívida externa - estoque da dívida pública *vis-à-vis* fluxos de receitas fiscais, estoque de dívida externa *vis-à-vis* receitas correntes em divisas, a corrente de comércio exterior *vis-à-vis* fluxos de PIB, taxas médias de crescimento do PIB – apareceram com destaque.

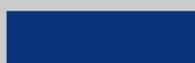
Três implicações de política se depreendem. Antes de tudo, o melhor antídoto contra a percepção de risco-soberano elevado e seu efeito sobre as taxas reais de juros domésticas consiste em melhorar aqueles indicadores. Tal melhora, por si só, corresponde à aquisição de melhores fundamentos macroeconômicos pela economia, o que denota a consistência entre tais variáveis e os *ratings* de risco-soberano.

Em segundo lugar, cabe realçar que o poder explicativo daquelas variáveis se dá em nível do conjunto. Pouco adianta evoluir favoravelmente em apenas um ou poucos entre os indicadores, já que a melhora apenas parcial dos fundamentos macroeconômicos tende a gerar “retornos decrescentes” em termos de *ratings*.

Finalmente, uma palavra sobre o Brasil. Dada a distância em relação ao “grau de investimento” em sua atual avaliação de risco-soberano, bem como o fato de que os estoques presentes nos indicadores fiscais deverão apresentar melhora gradual ao longo dos próximos anos, qualquer projeto ambicioso de *upgrading* na classificação de riscos terá de conter avanços também nos indicadores relativos à solvência externa, inclusive o aumento da corrente de comércio e do denominador da razão entre a dívida externa e as receitas correntes no balanço de pagamentos.



Bibliografia



Bibliografia

ARAÚJO, C.H. Political Risk, Incentives and International Credit Markets Equilibrium. **Brazilian Review of Econometrics**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 2, p. 299-328, nov. 2002.

AZEVEDO, D.B; JÚNIOR, N.R.P. **Imunidade de Jurisdição e Imunidade de Execução de Entes de Direito Público Externo**. Brasília: Câmara dos Deputados, fev. 2001 (Nota Técnica).

BHATIA, A. **Sovereign Credit Ratings Methodology**. Washington: Fundo Monetário Internacional, out. 2002 (IMF Working Paper n. 02/170).

Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>.

CANTOR, R; PARKER, F. Sovereign Credit Ratings. **Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance**, Nova York, v.1, n.3, p.1-6, jun. 1995.

Disponível em: http://www.newyorkfed.org/rmaghome/curr_iss/1995.htm.

———. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, Nova York, v.2, n.2, p.37-54, dez. 1996.

Disponível em: http://www.newyorkfed.org/rmaghome/econ_pol/1996.htm.

CANUTO, O. Crisis y **Recuperación en Asia, Momento Económico**, México, n. 116, jul-ago. 2001, p. 41-66.

CANUTO, O. **Risco: ajuste de portfólio?** Conjuntura Econômica, FGV-RJ, jul. 2002.

CANUTO, O. & LIMA, G. T. Basle 2: From Substantive Regulation to Procedural Regulation, in Fendt, R. & Lins, M. A. T. (orgs.), **Uneven Architecture: The Space of Emerging Countries in the International Financial System**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2002, p. 209-26.

CLAESSENS, S; EMBRECHTS, G. Basel II, Sovereign Ratings and Transfer Risk: External versus Internal Ratings. In: **BASEL II: AN ECONOMIC ASSESSMENT, 1, 2002**, Basileia. Anais... Basileia: Bank for International Settlements, mai. 2002. pp.1-27.

Disponível em: <http://www.bis.org>.

EATON, J; GERSOVITZ, M; STIGLITZ, J. **The Pure Theory of Country Risk**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, abr. 1986 (NBER Working Paper Series, n. 1894).

Disponível em: <http://papers.nber.org/papers/w1894>.

EIU – ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT. **Bondholders Reject Restructuring Offer**. EIU Viewswire, 24 set. 2003 (Argentina: Economy: News Analysis).

Disponível em: <http://www.viewswire.com>.

FITCH RATINGS. **Sovereign Rating Methodology**. Nova York: Fitch Ratings, ago. 1998. 16p. (Criteria Report).

Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.fitchratings.com/>.

FITCH RATINGS. **Sovereign Distressed Debt Exchanges**. Nova York: Fitch Ratings, mai. 2003a. 22p. (Criteria Report).

Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.fitchratings.com/>.

FITCH RATINGS. **Fitch Corporate Finance 2002: Rating Migration and Default Study**. Nova York: Fitch Ratings, abr. 2003b. 10p. (Credit Market Research).

Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.fitchratings.com/>.

FITCH RATINGS. **Sovereign Data Comparator**. Nova York, mar. 2003c (Special Report). Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.fitchratings.com/>.

FITCH RATINGS – Latin America Corporates. **Aracruz Celulose S.A.** Nova York, jul. 2003d (Paper & Forest Products/Brazil - Credit Analysis). Disponível em: <http://www.aracruz.com.br>.

FITCH RATINGS. **Sovereign Data Comparator**. Nova York, mar. 2003c (Special Report). Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.fitchratings.com/>.

FMI - FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **International Capital Market: Developments, Prospects, and Key Policy Issues**. Washington, set. 1999. capítulos IV e V e anexos IV, V e VI. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/index.htm>.

J.P.MORGAN. **Introducing the Emerging Markets Bond Index Plus (EMB+)**. Nova York: J.P. Morgan Securities Inc, Emerging Markets Research., jul. 1995. 8p. (Market Brief).

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Corporate Bond Defaults and Default Rates, 1970-1994**. Nova York: Moody's Investors Services, jan. 1995. 40p. (Moody's Special Report). Disponível para assinantes em: <http://www.moodys.com/>.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **The Function of Ratings In Capital Markets**. Nova York: Moody's Investors Services, out. 1997. 7p. (Special Comment). Disponível para assinantes em: <http://www.moodys.com/>.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Introdução aos Ratings da Moody's**. Nova York: Moody's Investors Services, mai. 1999a. 19p (Comentário Especial).

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Opening the Black Box: The Rating Committee Process at Moody's**, jul. 1999b. 8p. (Rating Methodology). Disponível para assinantes em: <http://www.moodys.com/>.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Revisão da Política de Teto Soberano**. Nova York: Moody's Investors Services, jun. 2001. 4p. (Metodologia de Rating). Disponível em: <http://www.moodys.com.br>.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **The Bond Rating Process: A Progress Report**. Nova York: Moody's Investors Services, fev. 2002a. 4p. (Rating Methodology). Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.moodys.com/>.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Understanding Moody's Corporate Bond Ratings and Rating Process**. Nova York: Moody's Investors Services, mai. 2002b. 15p. (Rating Methodology). Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.moodys.com/>.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Sovereign Bond Defaults, Rating Transitions, and Recoveries (1985-2002)**. Nova York: Moody's Investors Services, fev. 2003a. 23p. (Moody's Special Comment). Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.moodys.com/>.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Moody's Statistical Handbook**. Nova York, abr. 2003b. Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.moodys.com/>.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Moody's Changes Mexico Rating Outlook to Positive due to Improving Debt Management**. mar. 2003c. (Rating Action: United Mexican States). Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.moodys.com/>.

OBSTFELD, M; ROGOFF, K. **Foundations of International Macroeconomics**. 1.ed. Cambridge: The MIT Press, 1996. 832p.

REINHART, C. **Default, Currency Crises, and Sovereign Credit Ratings**, Washington, DC: National Bureau of Economic Research, 2002 (NBER Working Paper Series, n. 8738).

STANDARD AND POOR'S. **Sovereign Credit Ratings: A Primer**. Nova York: Standard and Poor's, dez. 1998. 8p. (Criteria).

STANDARD AND POOR'S. **Sovereign Defaults: Hiatus in 2000?**. Londres: Standard and Poor's, Sovereign Ratings Service, dez. 1999. 12p. (Standard and Poor's Credit Week).

STANDARD AND POOR'S. **Sovereign Defaults: Moving Higher Again in 2003?**. Nova York: Standard and Poor's, set. 2002a. 21p. (Standard and Poor's Research). Reimpresso de Ratings Direct.

STANDARD AND POOR'S. **Sovereign Credit Ratings: A Primer**. Nova York: Standard and Poor's, abr. 2002b. 21p. (Standard and Poor's Research). Reimpresso de Ratings Direct.

SAIN - SECRETARIA DE ASSUNTOS INTERNACIONAIS. Ministério da Fazenda. **Boletim de Economia Internacional**. Brasília, jan. 2001.

SY, A. **Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises?** Washington: Fundo Monetário Internacional, jun. 2003 (IMF Working Paper n. 03/122). Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16531.0>