

Análise crítica dos fundamentos dos ratings soberanos: o caso da Argentina

Rosemarie Bröker Bone*

O mercado financeiro mundial vem registrando mudanças significativas quanto aos movimentos de capitais entre os países e os ramos de atividade. Sabe-se que o mercado de capitais tem como finalidade a transferência de recursos dos poupadores para os tomadores, o que possibilita uma mescla de ativos, conforme as preferências dos investidores. A forma mais aproximada de medir a eficiência desse mercado é através da perfeita mobilidade de capitais, que representa a busca da igualdade entre as taxas de retorno dos ativos. Como a finalidade é a busca de máximos retornos, a mobilidade é um canal para que se proceda a diversificação de ativos e, portanto, a redução dos seus riscos. Contudo a diversificação e as tentativas de minimizar os riscos não sistemáticos dependem de informações corretas e confiáveis sobre empresas, países, tomadores e poupadores, ou seja, sobre os *players* do mercado financeiro. Ao mesmo tempo, o mercado é, particularmente, caracterizado por informações incompletas e assimétricas.

É reconhecido pelos *players* e supervisores do mercado que a disciplina é fruto da transparência informacional; por isso, acredita-se que a busca de novos canais ou o aprimoramento dos já existentes é uma forma de driblar os atuais problemas quanto à disponibilização de informações. As informações podem ser veiculadas por vários canais de divulgação, tais como: bancos, jornais, agências de ratings, dentre outros. Como a demanda marginal de mais informações pode se tornar muito custosa e fonte de grande incerteza, a presença e a força das agências de rating têm crescido significativamente, podendo ser traduzidas na magnitude dos seus cadastros de clientes e dos seus lucros com a atividade nos últimos anos. Salienta-se que as agências de rating foram criadas no final do século XIX,¹ nos EUA, sendo, desde então, largamente utilizadas naquele mercado, mas, apenas recentemente, nos demais mercados, afim de sinalizar aos *players* internacionais a qualidade dos ativos e de seus gestores (FMI, 1999b).

* Doutoranda em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e bolsista da Agência Nacional de Petróleo (ANP).

¹ A primeira agência de rating de Louis Tappan surgiu em virtude do pânico financeiro de 1837 nos EUA, com a primeira publicação, um guia de ratings, em 1859. A Moody's iniciou suas atividades em 1909; a Poor's, em 1916; e a Standard, em 1922 (FMI, 1999b).

As agências de *rating* vêem seus *ratings* como sendo indicadores de *forward looking* do risco de crédito de um emissor de dívida, em virtude da sua habilidade e disponibilidade de fazer os pagamentos do principal e dos juros durante a vida da obrigação. Argumentam, portanto, que o *rating* não é um instrumento de previsão de *default* futuro, muito menos um indicador do nível absoluto do risco associado a uma obrigação financeira particular. O risco de *default* para as agências de *rating* é mais amplo que o *forward looking* do risco de crédito, porque é influenciado pelo estado dos negócios e pelo ciclo de crédito da economia.

As crises recentes — Ásia, Rússia e Long Term Capital Management (LTCM) — despertaram no mercado fortes dúvidas com relação à validade dos *ratings*, uma vez que eles não deram o suporte informacional adequado para a tomada de decisões por parte dos poupadores. Isso foi fruto de os *ratings* não terem advertido o mercado da iminência das crises, além de terem aprofundado a situação de muitos agentes nacionais/internacionais, ao superavaliarem as crises emergidas, com o anúncio de classificações *downgrade* para empresas e países, quando a situação já se encontrava controlada. Por esse motivo, os analistas de mercado acreditam que as agências de *rating* promovem a classificação obedecendo a uma relação de causa-efeito, onde é a presença de forte risco de *default* do emitente da obrigação o motivo de *downgrade* defasado (Credit..., 1999b). Alegam, também, que o *rating* é defasado porque o fazem quando todos os *players* já são conhecedores do risco de *default*.

As agências de *rating* defendem-se alegando que as informações confidenciais só são incluídas nos *ratings* quando o emitente as disponibiliza também ao mercado. Então, como os *players* analisam os emitentes usando fórmulas similares às das agências, as conclusões e as indicações de risco são previsíveis por todos. Mais ainda, os *ratings* de soberanos são de difícil mensuração, porque dependem de decisões políticas e de pouca racionalidade econômica, contrariamente ao *rating* de empresas; por isso, a classificação geralmente é realizada sob forte probabilidade de erro.

As crises salientadas acima também têm suscitado debates sobre como se devem avaliar os riscos associados aos fluxos de capital, cientes de que a globalização tem proporcionado maiores facilidades de entrada e saída de capital, principalmente nos países emergentes, que detêm uma gama mais representativa de problemas econômico-político-financeiros. Nesse caso, a fraqueza do sistema financeiro e os demais *fundamentals* podem ser fonte de grande vulnerabilidade de um país frente a uma crise internacional ou de um vizinho, principalmente se é um país emergente e com grande similaridade aos olhos dos investidores globais. A identificação da similaridade é fruto de informações assimétricas e incompletas, principalmente no que se refere a países emergentes de modo geral. Essa problemática, em particular, é reconhecida pelas agências de *rating* como fonte de mais incerteza.

A Argentina, nos últimos três anos, tem vivido forte pressão interna e externa para a resolução dos seus problemas econômico-financeiros, uma vez que amarga dois anos de taxas de crescimento do PIB negativas e uma política monetária engessada desde o Plano de Conversibilidade de 1991. Diante das várias tentativas do Governo de criar um ponto de inflexão na tendência fortemente recessiva, importantes financiamentos/empréstimos externos foram implementados ao longo dos anos seguintes; contudo pouco contribuindo para a retomada do crescimento econômico. Diante da possibilidade de moratória e da instabilidade política do país, as agências de *rating* têm rebaixado constantemente os *bonds* soberanos em moedas local e estrangeira de curto e longo prazos.

O objetivo principal do trabalho é entender a relação empírica dos *ratings* de soberanos emitidos pela agência Standard & Poor's² com as variáveis que os compõem no que se refere aos *bonds* soberanos em moedas local e estrangeira da Argentina para o período 1993-01. As variáveis estudadas são: renda *per capita*, taxa de crescimento do PIB, taxa de inflação (IPC), balanço fiscal, balanço externo, dívida externa, desenvolvimento econômico e história de *default* e *spreads*. A primeira parte do trabalho será dividida em duas seções: 1 - a análise referente à importância do *rating* para o mercado financeiro internacional; e 2 - a descrição das variáveis (variáveis-base) que compõem os *ratings* e a sua importância. A segunda parte do trabalho analisará as variáveis-base, as variáveis adicionais e os *ratings* soberanos da Argentina em três seções: 1 - as variáveis-base e os *ratings* soberanos da Argentina de 1993 a 2001; 2 - as *durations* de *bonds* soberanos em moedas local e estrangeira de curto e longo prazos; e 3 - os fatos políticos da Argentina de 1999 a 2001. Na última seção do trabalho, far-se-ão as considerações finais.

Primeira Parte

1 - A importância do *rating* para o mercado financeiro internacional

A estabilidade macroeconômica é um dos componentes básicos para uma firme gestão interna das instituições financeiras e não-financeiras. Conforme o contexto econômico, o sistema financeiro cresce e torna possível projetos de financiamento para um mercado cada vez mais dinâmico. A rapidez com que as

² As classificações de risco das agências S&P e Moody's possuem notações diferentes, mas pouco diferem em relação ao significado. Por isso, neste trabalho usar-se-á, para simplificação somente a notação da S&P.

decisões sobre investimentos devem ocorrer tem obrigado os agentes econômicos a se protegerem de problemas inerentes às instituições, a partir da escolha de ativos com retornos satisfatórios e riscos mínimos.

A abertura do caminho para o avanço dos estudos sobre risco em carteiras de investimentos foi dada por Markowitz, a partir da construção de uma carteira onde a escolha dos ativos deve minimizar a presença de ativos com risco não-sistemático (ou de ativos) e preferir somente aqueles com riscos não-diversificáveis (ou de mercado). Mais tarde, Sharpe, seguindo Markowitz, afirmou que a diversificação é a única arma contra o risco, quando a escolha de um portfólio compõe ativos com prazos, retornos e origens diferentes. Contudo essa diversificação e as tentativas de minimizar os riscos sistêmicos dependem de informações corretas e confiáveis sobre empresas, países, tomadores e investidores, ou seja, sobre os *players* atuantes no mercado financeiro. Ao mesmo tempo, esse mercado é particularmente caracterizado por deter informações assimétricas e incompletas para uma ou ambas as partes de um contrato, independentemente de o mercado ter um sistema financeiro maduro ou não.

Em mercados financeiros de economias maduras, a procura por agências de *rating* tem se tornado normal, em virtude da necessidade de os emitentes de obrigações — *bonds* — assegurarem aos poupadores a qualidade dos ativos, em outras palavras, muni-los de informações acerca do grau de inadimplência dos emitentes presente e futuro. Então, pode-se dizer que é com esse dinamismo de mercado que as agências de *rating* têm conquistado posições crescentes no mercado, por procurarem viabilizar um sistema financeiro mais confiável aos investidores. As agências de *rating* informam os *ratings* representativos do Risco-País e do risco comercial tanto para o mercado nacional como para o internacional. O Risco-País refere-se à estabilidade econômica do país de origem da obrigação nos âmbitos cambial, fiscal, monetário e político, que englobam tanto o setor público como o privado. Muitos trabalhos consideram o Risco-País similar ao risco soberano, mas o risco soberano diz respeito às obrigações do Governo Federal — *bonds* soberanos — de curto e longo prazos em moedas nacional e estrangeira. O Risco-País, por outro lado, envolve a dívida dos governos federal, estadual e municipal e do setor privado. O desempenho econômico de um país, representado pelo Risco-País, pode ser um forte obstáculo ao envio ou ao recebimento de divisas; porque, caso tenha alto o grau de inadimplência, cresce a probabilidade de aumentos nos *spreads* (Damodaran, 1997). O risco comercial ou risco-empresa, por sua vez, considera indicadores econômico-financeiros a partir de análises dos balanços patrimoniais e das demonstrações financeiras da empresa proprietária do papel, podendo ser pública ou privada. É por esse motivo que as agências de *rating* argumentam que o risco comercial ou risco-empresa é mais fácil de ser mensurado, uma vez que segue a racionalidade econômica mais de perto que o Risco-País, além do fato

de que o último é uma função também das incertezas políticas nacionais e, indiretamente, das internacionais. A existência de correlação entre os dois riscos, país e comercial, reside mais nas particularidades das empresas do que nas dos países, porque, na maioria das vezes, quando o Risco-País é alto, o risco comercial também é, mas podem existir (como realmente existe) países com bom *rating* soberano e empresas residentes e nacionais com risco comercial problemático (Bond..., 2000).

De uma maneira geral, o *rating* é um instrumento de informação para os investidores como forma de melhorar a eficiência do mercado financeiro e de evitar que alguns investidores usem de arbitragem para ganhar sistematicamente o mercado.

Os *players* do mercado, ao buscarem as agências de *rating*, objetivam diminuir as incertezas com respeito ao risco de inadimplência dos emitentes de obrigações, aumentar a aceitação dos ativos pelo mercado e substituir os reforços de crédito necessários para diminuir os impactos de possíveis perdas — não previstas — por parte dos investidores. Especificamente com relação aos reforços de crédito, o acordo da Basiléia acredita que, à medida que os bancos, principalmente os “globais”, desenvolverem internamente métodos de classificação de risco — *rating* interno — em relação às diferentes categorias de crédito disponíveis ao mercado, poderão administrar melhor o risco e, com isso, estar numa posição menos frágil durante as crises financeiras internacionais³ (BIS, 1999).

Se o emitente de obrigações é um país, sua classificação de risco de crédito — *rating* — possui relevância mundial. O seu possível rebaixamento pode desencadear efeitos perversos sobre a economia interna, em virtude dos possíveis cortes de crédito, e para a economia internacional, pelo efeito contágio nas finanças públicas dos demais países.⁴ Por isso, as agências de *rating* são vistas pelos principais investidores como um forte fator de impacto nos custos de *funding* e de aceitação de ativos dos mais variados tipos, maturidades e origens. A despeito dessa importância, os *ratings* soberanos de mercados emergentes, em especial, têm sido alvo de grande preocupação, em virtude do processo falho de classificação originado da visão parcial das agências sobre a

³ As agências de *rating* têm mostrado profunda preocupação com a nova regulação bancária, apresentando dois caminhos perversos: (a) o *rating* pode se transformar num grande *shopping*, com o propósito de apenas cumprir as exigências; e (b) a competição entre as agências pode colocar a perder a validade do *rating* (BIS, 1999).

⁴ Para a Moody's (2000a), é importante que o emissor disponibilize as informações estratégicas e financeiras antecipadamente à agência, com a finalidade de ajudar na sua melhor classificação. Também pode servir para avaliar situações que poderão surgir no futuro e, possivelmente, obter o efeito sobre a sua solvência e a de seus similares.

situação econômico-político-social do país analisado e seus similares. É por esse motivo que o FMI (1999b) critica a falta de capacidade técnica por parte das agências de *rating* em informar, permanentemente, a situação dos países, uma vez que os *ratings* estão se tornando fator de grande importância aos investidores. Argumenta que a antecipação das reais condições econômico-financeiras poderia ter minimizado as perdas e as crises ocorridas nos últimos anos. Por isso, sugere uma metodologia mais precisa na determinação dos *ratings* e maior rigor na alocação de recursos para o desenvolvimento dos processos de classificação.

Além dos motivos apontados acima, muitos analistas apontam a segunda metade da década de 90 como o ponto crítico quanto à continuidade da confiança nos *ratings*. Essa década foi marcada por várias crises internacionais — Ásia (1997), Rússia e Long Term Capital Management (1998) e Brasil (1999) — e foi o início de importantes críticas às agências de *rating*, sob a alegação de que elas aceleraram a saída de capitais dos mercados emergentes. O colapso dos fluxos de capital verificado nos emergentes ocorreu após a crise da Ásia e sem registro anterior de mesma magnitude.

Anteriormente à crise da Ásia, as mudanças nos *ratings* soberanos não eram significativas e se mostravam historicamente estáveis (FMI, 1999b). As alterações nos *ratings* promovidas pela S&P e Moody's, já nas proximidades da crise da Ásia, não mostravam para o mercado financeiro a turbulência que iria acontecer, bem como a sucessão de alterações nos *ratings* de empresas e dos países após a sua deflagração.

Muitos analistas sinalizam a existência de uma desconexão entre a frequência do *rating* e a subsequente precisão da nota; então, o que ocorreu anteriormente a 1999 foi o resultado da fraca avaliação do setor financeiro das economias asiáticas, que repercutiu em *ratings investment-grades* irreais. As mudanças nos *ratings* soberanos após a crise, mais precisamente durante o período de julho de 1997 a novembro de 1998, foram de *downgrades* abruptos,⁵ nada comparáveis aos ocorridos anteriormente.

As agências de *rating* defendem-se argumentando que somente podem utilizar as informações confidenciais para as devidas alterações nos *ratings* quando o agente as disponibiliza para o mercado, em paralelo. Para Moody's, os *ratings* não têm a intenção de prever o tempo preciso de quando um dado tomador pode falir ou quando um tomador pode entrar em crise financeira. Mais ainda, a

⁵ As agências argumentam que os *downgrades* dos *ratings* ocorreram após a revelação para o sistema financeiro da sua fragilidade no que se refere ao tamanho da posição em taxa de câmbio futura dos bancos da Tailândia, em reservas cambiais coreanas em bancos *offshore*, bem como aos distúrbios políticos na Indonésia.

agência diz que as mudanças significativas nos *ratings* somente acontecem quando as autoridades revelam novas informações que têm forte impacto na posição de liquidez de curto prazo dos soberanos (Moody's, 2000a). Além desse problema, os analistas reclamam que as agências mantiveram os *ratings* de forma conservadora, após a deflagração da crise da Ásia, mesmo quando a economia já mostrava nítidos sinais de recuperação e de estabilidade, observados através de *spreads* de juros, que se encontravam abaixo dos níveis registrados na primeira metade da década de 90 (FMI, 1999a).

Com a crise da Rússia e do LTCM, as agências não agiram diferente, porque, mesmo com a expressiva turbulência do mercado financeiro global e o correspondente aumento dos *spreads* de juros, os *ratings* permaneceram relativamente estáveis em todas as regiões do mundo.

No Brasil, a desvalorização da taxa de câmbio ocorrida em 1999 fez com que ocorressem ajustamentos no *rating* do Brasil e de alguns países emergentes latino-americanos, por apresentarem características similares uns aos outros, onde se pode citar a Argentina.

Em virtude desses acontecimentos, pode-se dizer que as agências de *rating* não têm proporcionado informações preventivas às crises, mas sim reagido posteriormente à crise e, por esse motivo, classificado pela lógica causa-efeito (causa: crise; efeito: *downgrade*).

2 - *Ratings* soberanos e as variáveis-base

O *rating* soberano refere-se às obrigações de um país expressas em moedas local e estrangeira tanto de curto como de longo prazos. Esses *ratings* são buscados por governos para facilitar seu próprio acesso ao mercado de capitais internacional, onde muitos poupadores, particularmente os americanos, preferem *securities* com *rating* do que sem *rating*, mesmo com aparente similaridade no risco de crédito. No passado, os governos procuravam as agências de *rating* somente para classificar as obrigações em moeda estrangeira, porque possuíam uma maior aceitabilidade no mercado internacional em relação aos *bonds* em moeda local. Em anos recentes, os poupadores internacionais têm aumentado suas demandas por *bonds* emitidos em várias moedas, além da americana, o que tem levado muitos governos a obterem *rating* de *bonds* também em moeda local.

Diante dessa tendência de aumentar a disponibilidade informacional sobre a saúde dos emitentes de obrigações, os *ratings* soberanos também estão tendo importância crescente: primeiro, porque os grandes emissores internacionais são os governos federais, estaduais e municipais; e, segundo, porque o efeito da avaliação do *rating* soberano reflete no *rating* das empresas de mesma nacionalidade. Nesse caso, é um tipo de efeito contágio "interno".

Vários são os fatores que determinam o *rating* soberano: econômico, social e político. Para as agências de *rating*, os fatores políticos são os mais difíceis de serem mensurados porque são qualitativos e dependem da unidade e da estabilidade do governo, do consenso político e da consistência e capacidade de resposta política aos choques externos e internos. Afirmam que os fatores políticos são o seu principal desafio, o que as tornam sujeitas a grandes margens de erro. Para Haque *et al.* (1998), na análise de risco, a inclusão de variáveis políticas aumenta a força explicativa do *rating*; contudo a sua exclusão não é problemática. Isso se deve aos fatos políticos serem variáveis discretas, que influenciam as demais variáveis, que são contínuas. Sendo assim, seus efeitos não são totalmente eliminados ao se processar o *rating* soberano.

As agências Standard & Poor's e Moody's constroem os *ratings* soberanos com as seguintes variáveis-base, como segue (Cantor, Packer, 1996):

- a) renda *per capita* anual;
- b) taxa de crescimento do PIB anual;
- c) taxa de inflação anual (IPC);
- d) balanço fiscal (saldo do orçamento do governo/PIB);
- e) balanço externo (saldo das transações correntes /PIB);
- f) dívida externa (dívida em moeda estrangeira/exportações);
- g) desenvolvimento econômico (pode ser substituído tanto pela renda *per capita* como pelo critério do FMI, que distingue os países em industrializados e não industrializados);
- h) história de *default* desde 1970;
- i) *spread* dos *bonds* soberanos do país sobre os títulos do Tesouro americano ajustados para cinco anos de maturidade.

Para Cantor e Packer (1996), a partir do estudo relativo à importância de cada variável para a determinação do *rating* e usando o cruzamento de dados de 49 países, a taxa de crescimento do PIB anual, o balanço fiscal e externo não têm força explicativa no *rating* soberano.

Para Nogués *apud* Oks e Padilla (2000), o Risco-País e o *rating* soberano dos países emergentes estão influenciados não só pelas variáveis acima listadas, mas em função do crescimento econômico passado, do contexto externo e de similaridades entre países, que podem trazer o efeito contágio das reformas pendentes, dos fatores políticos, que são de difícil mensuração, e das expectativas dos investidores em relação ao futuro econômico do país. Seguindo nessa linha, Eichengreen e Mody *apud* Oks e Padilla (2000) mostram que deve-se somar o fato de o país pertencer à região latino-americana, uma vez que movi-

mentos no mercado internacional mudam drasticamente o sentimento dos investidores em relação a determinados países. Por isso, para identificar o efeito contágio, é preciso ter presente os motivos que levam os investidores a transmitir os *inflows* de um país para outro. Cabe salientar a diferença existente entre os fatores de contágio e os fatores de liquidez e fragilidade financeira, sendo estes últimos os determinantes da volatilidade nos mercados de capitais. O efeito contágio é implacável num país com fragilidade financeira e pouco atuante num país com sistema financeiro maduro (Oks, Padilla, 2000). Caso um país emergente apresente estabilidade nos *fundamentals* e alta volatilidade do *spread* durante as crises internacionais, podem existir outros fatores determinantes, alheios à política econômica doméstica, por exemplo:

- a) mudanças na taxa de aversão ao risco dos investidores internacionais;
- b) informações incompletas e assimétricas entre tomadores e poupadores, que podem influenciar a transmissão da crise de um país para outro;
- c) fatores de ordem política, que podem criar incerteza durante períodos “discretos” e podem desestabilizar o andamento da política econômica e as reformas;
- d) uma insuficiente compreensão do impacto de fatores externos e de variáveis de performance sobre o *rating* soberano ou, mais amplamente, sobre o Risco-País (*spreads*);
- e) o fraco monitoramento dos *fundamentals* por parte dos investidores, somado à forte presença do efeito manada.

Para Oks e Padilla (2000), a análise dos determinantes do Risco-País (*spreads*) é similar à análise dos determinantes dos fluxos de capital para países emergentes. Em ambos os casos, a mudança na percepção sobre o risco-retorno dos investimentos induz a variações no prêmio de risco e/ou impulsiona os fluxos de capitais. Em outras palavras, os *spreads* expressos pelo Risco-País, como as quantidades representadas pelo fluxo de capitais, ajustam-se em resposta aos distintos fatores internos e externos, objetivos e subjetivos, quais sejam:

- a) performance macroeconômica (engloba as variáveis renda *per capita*, taxa de crescimento do PIB e taxa de inflação) - capta as expectativas gerais sobre o comportamento da economia. As expectativas positivas quanto à performance macroeconômica influem na percepção de Risco-País, devido, principalmente, se o seu impacto for favorável sobre as finanças públicas via uma maior arrecadação direta e indireta. Portanto, maiores serão os recursos para o pagamento das dívidas pública e privada;

- b) solvência fiscal intertemporal (engloba as variáveis balanço fiscal, balanço externo e dívida externa) - esses indicadores mostram que o aumento do déficit fiscal reduz a capacidade de pagamento do principal da dívida e aumenta as probabilidades de *default*, logo, aumenta o risco soberano. Também a razão dívida pública sobre o PIB é uma medida da capacidade de pagamento da dívida total de longo prazo. Quanto maior é a dívida com relação ao produto anual, menores serão as possibilidades do governo de captar os recursos gerados pela economia para o pagamento da dívida. Considerando-se uma economia aberta, a capacidade de gerar divisas está ligada à capacidade exportadora de bens e serviços e à abertura do mercado de capitais, que permitem gerar fluxos de capital externos. Então, a taxa de serviço da dívida pública externa sobre as exportações é um indicador da capacidade de pagamento da dívida de um país no longo prazo. Especificamente com relação à taxa referente aos preços dos bens e serviços exportados e importados, mostra a capacidade competitiva do país em gerar divisas para servir à dívida externa, o que melhora o Risco-País;
- c) maturidade da dívida pública - esse indicador mostra que, quanto menor a maturidade da dívida pública, maior o risco de que os vencimentos estejam concentrados, e, por isso, maior o risco de refinanciamento e Risco-País;
- d) liquidez sistêmica - o indicador evidencia como os investidores internacionais estão se comportando frente às suas percepções sobre a economia do país. Se os investidores perceberem que o país não conta com suficientes recursos líquidos — ativos internacionais — para fazer frente a uma eventual corrida contra a moeda local ou uma retirada maciça de depósitos do sistema bancário, é o suficiente para que a corrida se intensifique. Para minimizar os efeitos de uma corrida bancária, é preciso um colchão de liquidez composto por: (a) liquidez constituída por ativos líquidos internacionais e equivalentes; (b) reservas excedentes do Banco Central para injetar no sistema; e (c) seguro de liquidez internacional excedente contratado junto a bancos privados internacionais e agências multilaterais. Em outras palavras, somente um sistema financeiro forte pode evitar uma corrida bancária e a piora do Risco-País. Conforme a agência S&P, a saúde dos *bonds* soberanos pode afetar a saúde do sistema financeiro, mesmo quando a saúde se encontra estável por um longo período;
- e) fatores externos e de contágio (englobam o *spread* dos *bonds* soberanos sobre os títulos do tesouro americano) - esses fatores agem prejudicialmente sobre o país, caso este possua um sistema financeiro frágil.

Podem-se juntar aos *spreads* dos *bonds* soberanos o grau de aversão ao risco dos investidores internacionais em mercados emergentes e os termos de troca. As decisões de investimento em *bonds* soberanos segue a lógica risco-retorno com relação a um instrumento de menor risco. O efeito contágio tende a ser maior durante os períodos de crises internacionais, durante as quais as assimetrias informacionais podem elevar a incerteza dos investidores e torná-los mais avessos ao risco. O contágio pode gerar o comportamento de manada em direção aos *bonds* de menor risco-retorno e incerteza — os *bonds* do Tesouro americano, conhecido como *flight for quality*. O perfil de risco dos investidores pode ter como *proxy* o *spread* do Emerging Markets Bond Index (EMBI) contra o *spread* dos *bonds* soberanos e a *duration* dos *bonds* soberanos. O EMBI é um indicador econômico que é preparado diariamente pelo banco de investimento JP Morgan desde 1994. O objetivo desse indicador é ser um índice de referência que reflita objetivamente a percepção do mercado, associado aos riscos de investimentos em títulos dos países emergentes selecionados⁶. O *spread* (Risco-País) é medido através do diferencial dos retornos financeiros da dívida pública dos países emergentes selecionados com respeito à dívida pública norte-americana, que se considera livre de risco. A *duration* de um *bond* é a medida do tempo médio que seu detentor deve esperar para receber os pagamentos em dinheiro. Portanto, representa a preferência pela liquidez dos investidores, que aumenta em épocas de crise;

- f) fatores políticos - mostram o quão hábil é o governo frente às incertezas do mercado financeiro internacional e a sua estabilidade ao longo do tempo.

Como pode-se ver, vários são os fatores que influenciam a vida econômico-político-financeira de um país, quer industrializado, quer não industrializado. Muitos fatores descritos acima já são contemplados na determinação dos *ratings*. Contudo, devido ao efeito contágio, ao perfil de risco dos investidores e aos fatores políticos não pertencerem às variáveis-base dos *ratings*, estes estão sendo alvo de muitas críticas, principalmente após as últimas crises internacionais.

É importante salientar o reconhecimento, por parte das agências de *rating*, da importância de muitas variáveis, principalmente as qualitativas, apesar de não serem contempladas. Em geral, possuem peso representativo no *rating* e podem aumentar a margem de erro dos resultados.

⁶ Os países selecionados são: Argentina, Brasil, Colômbia, Equador, México, Panamá, Peru, Venezuela, Bulgária, Coreia do Sul, Marrocos, Nigéria, Filipinas, Polônia e Rússia. Os ativos envolvidos são: *bonds* globais, *bradys*, *bonds* locais e colocações bancárias (Morgan, 2001).

Para resolver esse problema, algumas mudanças estão sendo criadas na tecnologia dos *ratings*, com a finalidade de captar as particularidades dos *players* públicos e privados: (a) aumentar a ênfase analítica no risco associado com a dependência de dívidas de curto prazo; (b) maior ênfase na identificação e na avaliação de crédito dos tomadores de curto prazo de um país; (c) maior apreciação dos riscos gerados por um sistema bancário fraco; (d) identificação e consideração do possível comportamento dos credores externos de curto prazo; e (e) maior sensibilidade para o risco de contágio que uma crise financeira pode trazer para os países vizinhos. Conforme pode-se verificar, a inclusão de mais itens pode melhorar a performance das agências de *rating* e reduzir a probabilidade de erros, o que representa maior poder preditivo de crises e dos riscos de *default*.

Na seção seguinte, analisar-se-á a relação entre os *ratings* soberanos e as variáveis-base, as *durations* dos *bonds* soberanos e os fatos políticos internos relevantes, buscando identificar o poder explicativo de cada variável.

Segunda Parte

1 - Os *ratings* soberanos e as variáveis-base argentinas

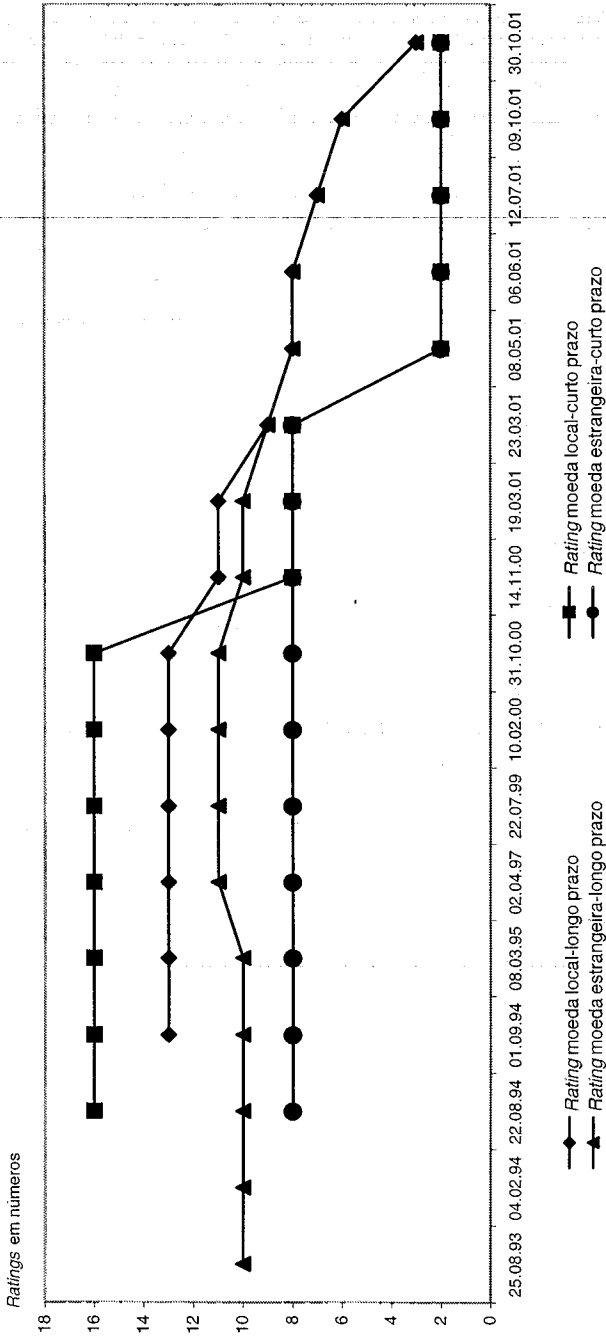
As crises da Ásia (1997), da Rússia e do LTCM (1998), apesar de terem promovido grandes turbulências no mercado financeiro internacional, não atingiram os *ratings*⁷ dos *bonds* soberanos argentinos durante o mesmo período. A desvalorização cambial do Brasil ocorrida em 1999 também não modificou a classificação dos *bonds*, o que permite afirmar, a partir dessas constatações, que as crises não atingiram a Argentina, como ocorreu com muitos países emergentes. Especificamente com relação à crise promovida pelo Brasil, ela não transmitiu aos investidores estrangeiros sinais similares aos da vizinha Argentina, conforme se pode observar no Gráfico 1.

A sucessão de rebaixamentos dos *ratings* dos *bonds* soberanos tanto em moeda local como em estrangeira, de curto e longo prazos, ocorreu após o mês de outubro de 2000, apresentando pequena trégua entre os meses de novembro e março de 2001.

⁷ A transformação dos símbolos dos *ratings* em números pode ser vista no Quadro 2. É uma adaptação da metodologia usada por Kamin e Von Kleist (1999).

Gráfico 1

Evolução das dívidas soberanas da Argentina — 1993-01



FONTE: S&P. 2001.

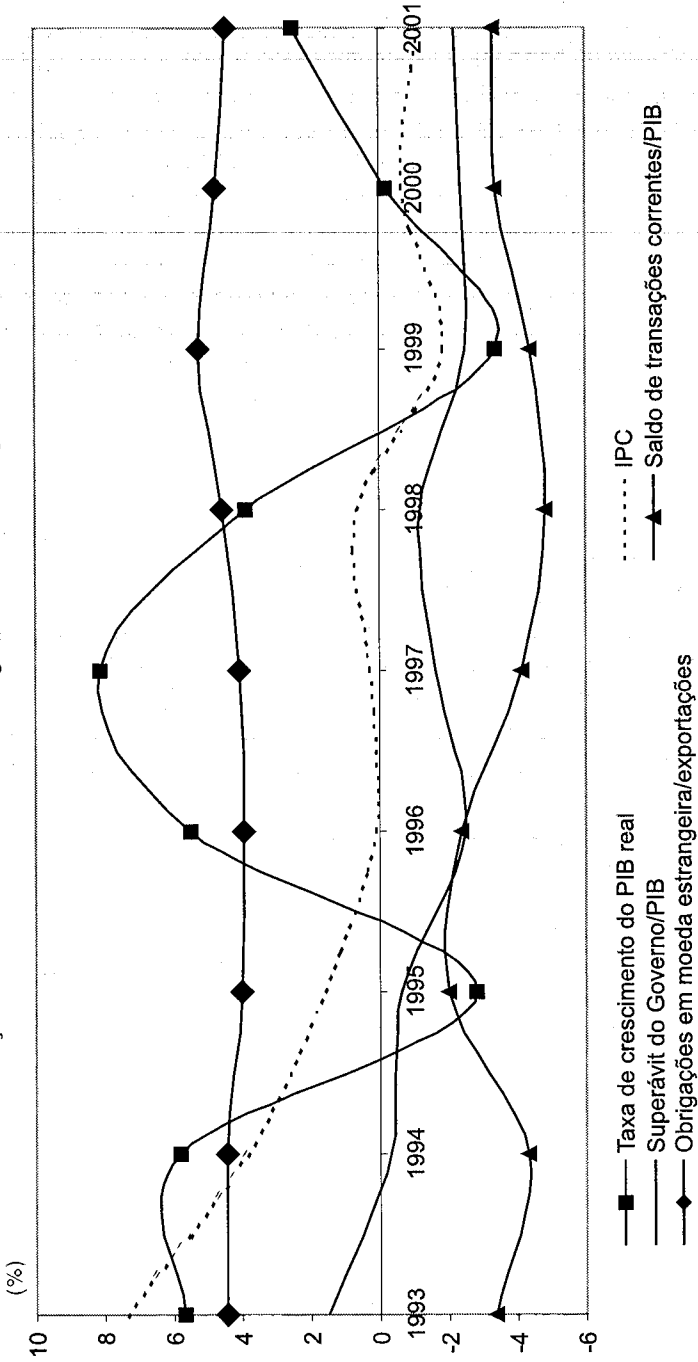
Ao se analisar o Gráfico 2, onde constam as variáveis-base dos *ratings* soberanos, verificar-se-á que os abruptos rebaixamentos ocorridos entre outubro e novembro de 2000 têm correlação positiva com o comportamento da taxa de inflação, medida pelo IPC, com a taxa de crescimento do PIB,⁸ que registra forte desaceleração, e com o saldo do orçamento do governo sobre o PIB, que está em déficit desde 1994. Com relação ao saldo orçamentário do governo sobre o PIB, a S&P afirma que o déficit continuado pode minar a saúde do sistema financeiro nacional ou em virtude da falta de autofinanciamento por parte do governo, ou pela crescente desconfiança por parte dos investidores com relação à capacidade gestora do governo. Isso pode desencadear uma corrida bancária e a correspondente queda da liquidez sistêmica. Portanto, é preciso que o sistema financeiro tenha um colchão de liquidez “permanente”, para se proteger desses ataques especulativos (Oks, Padilla, 2000). Dado que um dos fatores que constitui o colchão de liquidez se refere às reservas bancárias do Banco Central, pode-se afirmar que o Banco Central da República Argentina (BCRA) não vem dando ao mercado a tranqüilidade requerida. Isso se deve à relação reservas bancárias sobre o PIB estar situada em 1% desde 1996 (S&P). Contudo esse problema, apesar de preocupante, no caso de o país não obter respaldo financeiro junto ao FMI e aos bancos internacionais, não tem interferido nos *ratings* soberanos, em virtude de o primeiro *downgrade* ter ocorrido somente quatro anos mais tarde, ou seja, em outubro de 2000.

A força explicativa das variáveis-base para a determinação dos *ratings* de soberanos torna-se questionável, nesse caso, porque o comportamento das demais variáveis-base (saldo em transações correntes/PIB e saldo das obrigações em moeda estrangeira/exportações) permaneceu relativamente constante após 1997, não corroborando para o rebaixamento dos *bonds* soberanos. O resultado dessa análise foi também encontrado em Cantor e Packer (1996). A partir dessas constatações, é preciso um levantamento mais detalhado dos fatores que levaram ao rebaixamento, conforme o alerta de muitos analistas de mercado. Pode-se dizer que o aprimoramento da tecnologia dos *ratings* e a inclusão de variáveis subjetivas têm se tornado condição *sine qua non* para a continuidade do poder de mercado dos *ratings*.

⁸ Salienta-se, oportunamente, que, em virtude de a variável renda *per capita* ser proxy do índice de desenvolvimento econômico e também possuir o mesmo comportamento da variável taxa de crescimento do PIB, tanto a renda *per capita* como o índice de desenvolvimento econômico foram excluídos da análise e do Gráfico 2.

Gráfico 2

Evolução das variáveis-base dos ratings soberanos da Argentina — 1993-01



FONTE: Ministerio da Economía y Ministerio da Hacienda Ar, IADB, Cepal, 2001.

Observa-se, durante as crises, um grande nervosismo dos investidores na busca de ativos que possam propiciar menores perdas, mesmo que isso incorra na redução dos retornos esperados. A crise da Rússia e do LTCM (1998) provocou o aumento dos *spreads* dos *bonds* soberanos argentinos, uma vez que, em virtude da procura por ativos mais seguros, os investidores saíram maciçamente dos mercados emergentes, por representarem fonte de grande incerteza quanto às dívidas de curto e de longo prazos. Como a Argentina pertence ao rol dos países emergentes, obrigou-se a aumentar os *spreads* como forma de assegurar o retorno dos capitais mais propensos ao risco, pois é o preço a ser pago nesses momentos de grande volatilidade (Gráfico 3).

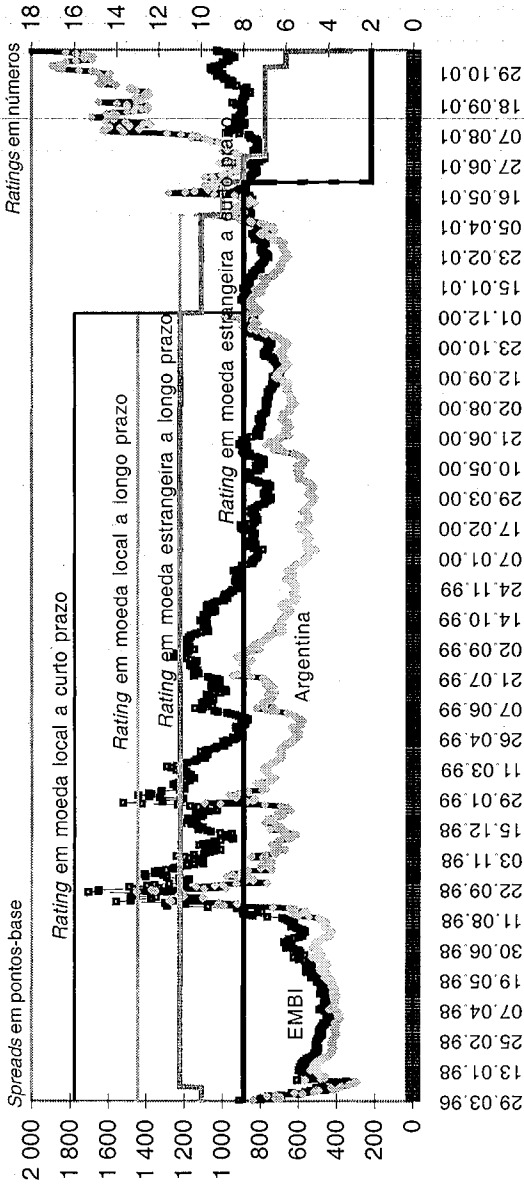
Comportamento similar ocorreu em janeiro de 1999, quando o Brasil desvalorizou o câmbio. É interessante notar que, enquanto os *spreads* aumentaram rapidamente nesse período, a data mais próxima possível da mudança de *rating* dos *bonds* soberanos ocorreu somente em julho de 1999, isto é, de *outlook* estável para negativo (Quadro 1).

Novas oscilações significativas nos *spreads* foram registradas entre agosto e setembro de 1999 e a partir de 2001. Com relação a essas variações, pode-se listar uma série de acontecimentos econômicos, mas, por possuírem uma trajetória previsível aos olhos dos investidores internacionais e dos órgãos multilaterais, não têm grande poder explicativo, nesse caso.

Ao compararmos os *spreads* dos EMBI com os *bonds* soberanos argentinos, verifica-se que a Argentina, até o fim de 2000, sempre se situou abaixo dos EMBI, o que leva a crer que possuía condições internas mais favoráveis e pouca absorção das crises externas. Já nos primeiros meses de 2001, a situação reverteu-se, e os *spreads* dos *bonds* soberanos da Argentina passaram para patamares bem superiores aos dos EMBI, o que mostra a forte crise particular do país.

Gráfico 3

Evolução dos *spreads* EMBI e argentinos em relação aos *ratings* soberanos — 1996-01



FONTE: Ministerio de Economía Ar, S&P y JP Morgan, 2001.

NOTA: Pontos-base são a diferença percentual entre as taxas dos EUA e as dos países de economias emergentes selecionados.

Quadro 1

Títulos soberanos argentinos — 1993-2001

DATAS	<i>RATING EM MOEDA LOCAL LONGO PRAZO/ /PREVISÃO/ /CURTO PRAZO</i>	<i>RATING EM MOEDA ESTRANGEIRA LONGO PRAZO/ /PREVISÃO/ /CURTO PRAZO</i>
30.10.01	CC/negativo/C	CC/negativo/C
09.10.01	CCC + /negativo/C	CCC + /negativo/C
12.07.01	B - /negativo/C	B - /negativo/C
06.06.01	B/negativo/C	B/negativo/C
08.05.01	B/CW negativo/C	B/CW negativo/C
26.03.01	B + /CW negativo/B	B + /CW negativo/B
19.03.01	BB/CW negativo/B	BB - /CW negativo/B
14.11.00	BB/estável/B	BB - /estável/B
31.10.00	BBB - /CW - negativo/A - 3	BB/CW - negativo/B
10.02.00	BBB - /estável/A - 3	BB/estável/B
22.07.99	BBB - /negativo/A - 3	BB/negativo/B
02.04.97	BBB - /estável/A - 3	BB/estável/B
08.03.95	BBB - /estável/A - 3	BB - /estável/B
01.09.94	BBB - /positivo/A - 3	BB - /positivo/B
22.08.94	- /positivo/A - 3	BB - /positivo/B
04.02.94	-	BB - /positivo/ -
25.08.93	-	BB - /estável/ -

FONTE: STANDARD & POOR'S. **Sovereign ratings history since 1975:** Commentary. jul. 2001. Disponível em:
<http://www.standardandpoors.com/ratings/actions/ratingslists/sovereigns/articles/sovhis012.htm>

Quadro 2

Ordenamento dos *ratings* de crédito segundo as escalas utilizadas pela Standard & Poor's

ORDEM	ESCALA
22	AAA
21	AA+
20	AA
19	AA-
18	A+
17	A
16	A-
15	BBB+
14	BBB+
13	BBB-
12	BB+
11	BB
10	BB-
9	B+
8	B
7	B-
6	CCC+
5	CCC
4	CCC-
3	CC
2	C
1	D

FONTE: Elaboração própria.

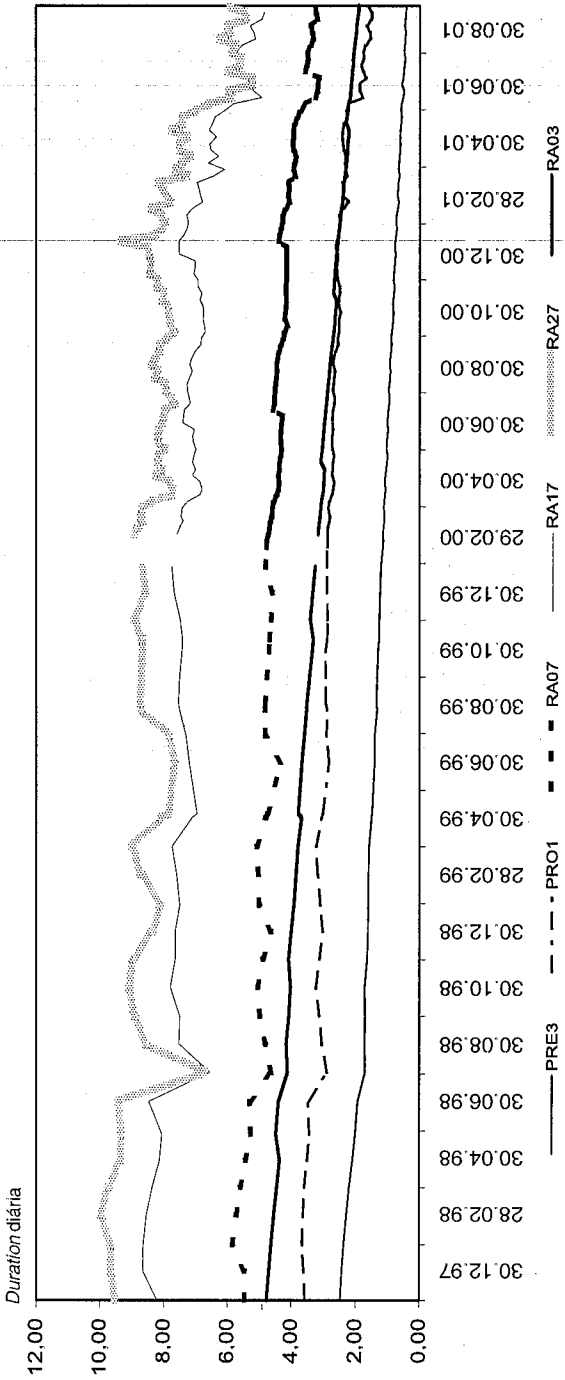
2 - *Durations* dos *bonds* soberanos

As *durations*, por representarem o tempo de espera necessário para que se possa receber o retorno do investimento, tornam-se um indicador da preferência pela liquidez do mercado em épocas de crise e de estabilidade. A tolerância dos investidores é profundamente reduzida quando o mercado internacional apresenta volatilidade crescente, por isso as *durations* se reduzem significativamente. No Gráfico 4, as *durations* dos *bonds* soberanos argentinos vêm se reduzindo gradativamente ao longo do período analisado. Podem-se identificar muitas quedas das *durations*, mas três são as mais representativas: entre julho e agosto de 1998, resultado da crise da Rússia e do LTCM, entre junho e outubro de 1999 e a partir de março de 2001, estas últimas pouco explicadas pelas variações de comportamento das variáveis econômicas.

O comportamento relativamente mais linear dos *bonds* soberanos pode ser visto em moeda local e em moeda estrangeira de curto prazo. Esse fato se deve a sua maior previsibilidade por parte dos investidores comparativamente à dos *bonds* soberanos em moeda estrangeira de longo prazo, porque recebem mais influências do mercado internacional, resultado dos efeitos contágio e manada e das incertezas de longo prazo (não mensuráveis).

O declínio das *durations* e a alta volatilidade nas datas salientadas acima não são justificados pelo comportamento das variáveis-base. Somente os *bonds* soberanos em moeda estrangeira com códigos RA17 e RA27 seguiram ou foram seguidos pela trajetória dos seus *ratings* soberanos. Quanto aos demais, pouco se pode concluir.

Evolução das *durations* de *bonds* argentinos — 1997-01



FONTE: Ministerio de Economía y Ministerio de Hacienda Ar, 2001.

NOTA: 1. RA17, RA27 e RA03 referem-se a *bonds* em moeda estrangeira; a maturidade de RA27>RA17>RA03.

2. RA08 não foi incluído por ter seu início em 08.06.01.

3. PRE3, PRO1 e RA07 referem-se a *bonds* em moeda local; a maturidade de RA07>PRO1>PRE3.

4. PRE 1 não foi incluído porque seu vencimento foi em 22.12.00.

5. É oportuno afirmar que a proximidade do vencimento pode levar a uma maior volatilidade e redução da *duration*, mas não é o caso aqui.

3 - Fatos políticos internos relevantes

A primeira parte do trabalho salientou a necessidade de variáveis adicionais para compor os *ratings* soberanos, em virtude das falhas das agências de *rating* ao longo dos últimos anos, em especial após a crise da Ásia. Nas seções 1 e 2 da segunda parte, procura-se compreender a relação entre os *ratings* soberanos e as respectivas variáveis-base. Contudo não se encontram importantes respaldos para justificar a sucessão de rebaixamentos dos *ratings* soberanos argentinos ocorridos a partir de outubro de 2000. Então, para melhor explicar os rebaixamentos, são seguidas as sugestões de Oks e Padilla (2000), procedendo à inclusão dos fatos políticos como variáveis explicativas.

As eleições presidenciais sempre são alvo de muitas expectativas por parte do mercado financeiro internacional, dadas as incertezas que cercam o novo governo e as suas primeiras medidas em busca da estabilidade — no caso de países com alguma instabilidade econômica ou política. Para os países maduros, o novo governo é visto como uma nova etapa, ou não, no relacionamento comercial e político em nível mundial. Na Argentina, as últimas eleições presidenciais ocorreram em 24 de outubro de 1999, após oito anos de Governo Carlos Menen, que se caracterizou por manter a economia relativamente estável após a implementação do Plano de Conversibilidade de 1991. A eleição de Fernando de la Rúa trouxe ao mercado internacional a crença de que iria aprofundar as reformas, melhorar as finanças públicas e reduzir a dependência da poupança externa.

Os reflexos das eleições nas variáveis analisadas anteriormente podem ser vistos no aumento dos *spreads* e na redução das *durations* dos *bonds* soberanos de julho a setembro de 1999.

Os significativos *downgrades* dos *ratings* soberanos argentinos ocorridos em outubro de 2000 para os *bonds*, tanto em moeda local como em estrangeira podem ser fortemente explicados pelas incertezas políticas do Governo De la Rúa. Naquele mês, o Vice-Presidente Carlos Alvarez pediu demissão, após argumentar incompatibilidade política com o Presidente e deixando claro o fracasso da aliança governista. Junto com o Vice-Presidente Alvarez, o Presidente do Banco Central da República Argentina (BCRA) também deixou o cargo, mas, nesse caso, acusado de favorecer os bancos com alto risco de *default*.

Especificamente com relação aos *ratings* de *bonds* em moeda estrangeira e aos *spreads*, pode-se verificar que, após outubro de 2000, não houve reversão das expectativas negativas, sendo o *downgrade* de 30 de outubro de 2001 o mais recente de uma sucessão de reclassificações. A blindagem financeira implementada em 22 de dezembro de 2000, que resultou no recebimento de US\$ 39.700 milhões e cuja finalidade era o pagamento das dívidas externa e do Tesouro, não conseguiu promover a mudança das percepções dos investidores

quanto à crise do país. Esse comportamento resultou no aumento dos *spreads* imediatamente após a blindagem.

O *downgrade* dos *bonds* soberanos em moeda local ocorreram em abril de 2001, nesse caso, respondendo à demissão do Ministro da Economia José Luis Machinea e à demissão de seu sucessor Ricardo Lopez Murphy, 20 dias depois. O Economista Domingo Cavallo substituiu Murphy, trazendo consigo o prestígio de ter retirado a Argentina da hiperinflação em 1991. Contudo o prestígio foi logo substituído pela forte rejeição popular, em virtude do anúncio do plano de austeridade fiscal a ser implementado. Esses fatos desestabilizaram ainda mais a aliança governista, que já se encontrava em crise desde a renúncia do Vice-Presidente.

Pouco após a posse de Cavallo, em 13 de julho de 2001, o mercado internacional sofreu grande pressão dos investidores devido à suspeita de moratória da dívida externa⁹ do país, fruto dos fracos resultados conseguidos pelo ministro até aquele momento. Isso levou a uma queda mais significativa das *durations* e a mais um *downgrade* dos *bonds* soberanos em moeda estrangeira de longo prazo.

Em agosto de 2001, o Congresso aprovou o programa de ajuste da economia, com especial atenção para as finanças das províncias. Esse programa foi o passo necessário para a obtenção da ajuda do FMI de US\$ 8 bilhões, num total de US\$ 22 bilhões. Apesar dessa ajuda, os saques bancários continuaram, e o governo argentino continua procurando novas tentativas de reverter a crise interna, que já completa três anos.

O último plano do governo, do início de novembro de 2001, visou impulsionar a economia a partir da redução de impostos para pessoas físicas e jurídicas e também decidiu, unilateralmente, a redução da taxa de juros da dívida externa de 14% a.a. para 7% a.a. (dentre as principais medidas). Resta saber se essas medidas vão gerar maiores desconfianças pelo mercado internacional e alimentar ainda mais a crise argentina.

Conclusão

A partir da crise da Ásia, muitas críticas foram feitas às agências de *rating*, argumentando que não estavam suprindo o mercado das informações em tempo hábil para que os investidores pudessem se proteger de possíveis perdas. Sendo assim, o objetivo do trabalho foi verificar a relação existente entre os *ratings*

⁹ O último reescalonamento da dívida externa argentina de impacto relevante para o mercado financeiro internacional ocorreu em 1992 (S&P).

soberanos e as variáveis-base (renda *per capita*, taxa de crescimento do PIB, taxa de inflação medida pelo IPC, saldo do orçamento do governo/PIB, saldo em transações correntes/PIB, dívida externa/exportações, desenvolvimento econômico conforme o critério do FMI, história de *default* desde 1970 e *spreads* dos *bonds* soberanos em relação aos títulos do Tesouro americano ajustados para cinco anos de maturidade).

A conclusão parcial a partir do confronto das variáveis-base com os *ratings* soberanos foi de que os *ratings* soberanos são correlacionados positivamente com a taxa de crescimento do PIB, com a inflação e com o saldo do orçamento do governo/PIB. As variáveis representadas pelo saldo em transações correntes/PIB e pela dívida externa/exportações tiveram pouca força explicativa, assim como no trabalho de Cantor e Packer (1996).

A análise em separado dos *spreads* soberanos da Argentina frente ao *spread* do EMBI mostra que a Argentina teve oscilações fortes, mas de menor magnitude, nas crises da Ásia, da Rússia e do LTCM, que as dos emergentes. Já no ano 2001, os *spreads* argentinos passaram a registrar posição desvantajosa. Seguindo as sugestões de Oks e Padilla (2000), buscou-se na variável *duration* dos *bonds* soberanos e em fatos políticos internos a explicação para o rebaixamento dos *ratings* soberanos da Argentina ao longo do período analisado. A *duration* mede o tempo médio que seu detentor deve esperar para receber os pagamentos em dinheiro. Sendo assim, a presença de fortes incertezas pode levar os investidores a serem mais avessos ao risco e, portanto, a terem maior preferência pela liquidez, ou seja, a diminuir o tempo médio de espera. Como se viu, as *durations* de soberanos declinaram durante todo o período analisado, sendo que as *durations* relativas aos *bonds* em moeda estrangeira apresentaram maiores oscilações, bem como responderam negativamente nas crises da Rússia, do LTCM e do Brasil.

O aumento das incertezas do mercado financeiro para com a Argentina ocorreram a partir da demissão do Vice-Presidente da República, seguida das demissões dos Ministros da Economia José Luis Machinea, em 4 de março de 2001, e Ricardo Lopez Murphy, 20 dias após. Pode-se dizer que o país passou a viver uma sucessão de crises, realimentadas pelas crescentes desconfianças dos investidores internacionais quanto à retomada da estabilidade política e do crescimento econômico.

A blindagem financeira ocorrida em dezembro de 2000 e a ajuda do FMI em agosto de 2001, bem como os planos econômicos do governo para romper com o desaquecimento da economia de três anos, pouco influenciaram para que os investidores mudassem as suas percepções sobre a fragilidade financeira, principalmente em relação às finanças públicas deficitárias das províncias, ao inexistente suporte financeiro do BCRA e ao perigo constante de moratória da dívida externa.

À luz dos fatos políticos e das variáveis econômicas analisadas ao longo da segunda parte do trabalho, pode-se afirmar que é o comportamento dos *spreads* e das *durations* dos *bonds* soberanos da Argentina em relação ao dos outros países emergentes a fonte de explicação para os *downgrades* ocorridos nos *ratings* desses *bonds* soberanos durante o período analisado.

Bibliografia

ATLANTIC RATING. Rating. Disponível em: <http://www.atlanticrating.com.br/p/rat-fra.html>

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Basel Committee: Publications** Long-term rating scales comparison. Disponível em: <http://www.bis.org/bcbis/qisrating.htm> 2001.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Center For Financial Studies And New York University. Mr Hofmann gives a lecture on “ratings and emerging new equity standards: a symposium on the BIS proposals”. Dec. 1999. Disponível em: <http://www.bis.org/review/r9912076.pdt>

BANKING regulation: growing Basle. **The Economist**, New York, p. 69-70, jun. 5th 1999c.

BOLSA de Mercadorias e Futuros (BM&F) Projeto de Clearing de Câmbio BM&F: mercado de câmbio e risco sistêmico. Disponível em: http://www.bmf.com.br/pages/publicacoes1/camaracompensacao_2.htm

BOND ratings: B for Brazil. **The Economist**, New York, p. 73, July 15th 2000.

CANTOR, R.; PACKER, F. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. **Economic Policy Review**, v. 2, n. 2, oct. 1996. Disponível em: http://www.ny.frb.org/rmaghome/eco_pol/1096cant.html

CREDIT-rating agencies: on watch. **The Economist**, New York, p. 82-83, may 15th 1999b.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio Janeiro: Qualitymark Editora, 1997.

ESTRELLA, A [et al.]. **Credit ratings and complementary sources of credit quality information**. [s.l.]: Basel Committee on Banking Supervision, Aug. 2000. (Working Papers n. 3).

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Credit Ratings and the recent crises**. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/pdf/annexV.pdf> 1999b.

- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Emerging market in the new financial system: nonstandard responses to external pressure and the role of the major credit rating agencies in global financial market.** Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/pdf/file05.pdf> 1999a.
- HAQUE, N. [et al.]. **The relative importance of political and economic variable in creditworthiness ratings.** [s.l.]: IMF, apr. 1998. (Working Paper 98/46).
- HULL, J. C. **Opções, futuros e outros derivativos.** 3.ed. São Paulo: BM&F, 1998.
- INVERTIA.COM. [s.n.t.] Disponível em: <http://br.invertia.com> várias notícias.
- KAMIN, S.B., VON KLEIST, K. **The evolution and determinants of emerging market credit spreads in the 1990s.** [s.l.]: BIS, may 1999. (Working Paper n. 68).
- LARRAÍN, G [et al.]. **Emerging market risk and sovereign credit ratings.** [Paris]: OECD Development Centre, apr. 1997. (Technical Papers n. 124).
- MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Actuación de Moody's ante situaciones hipotéticas e información confidencial.** [s.l.: s.n.], ene. 2000a. (Resultado Del Comité Permanente Sobre Procesos Y Documentación).
- MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Current Account Deficit not a threat to the Aaa rating of the USA.** [s.l.: s.n.], mar. 2000. (Special Comment).
- MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Off-balance-sheet exposures: Implications for credit quality of subsovereign governments.** [s.l.: s.n.], jun. 2000. (Rating Methodology).
- MOODY'S INVESTORS SERVICE. Rating changes in the U.S. Asset-backed securities market: first-ever transition matrix indicates rating stability...to date. **Strutured Finance: Special Report**, jan. 2001. Disponível em: <http://www.moody's.com>
- MOODY'S INVESTORS SERVICE. Rating List: Government Bonds & Country Cellings. **Global Credit Research**, [s.l.: s.n.], 17 jul. 2001.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Sovereign Debt: What happens if a sovereign defaults?** [s.l.: s.n.], jul. 2000. (Special Comment).
- MORGAN, J. P. **Emerging markets bonds index.** Disponível em: <http://www.jp.morgan.com> sept. 2001.
- NO more peso? **The Economist**, New York, p. 69, jan. 23rd 1999a.

NOGUÉS, J., GRANDES, M. Country risk: economic policy, contagion effect or political noise? **Journal Of Applied Economics**, v. 4, n. 1, may 2001.

OKS, D., PADILLA, H. G. G. Determinantes del riesgo país em Argentina durante 1994-1999. **Banco Central de la República Argentina**: nota técnica n. 11, oct. 2000.

RATING agencies: reluctant watchdogs. **The Economist**, New York, p. 74, jun. 9th 2001.

STANDARD & POOR'S. As respostas políticas do governo são essenciais para os soberanos dos mercados emergentes. [14/september/01]. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/latinamerica/selcom WTC repostas politicas1.htm>

STANDARD & POOR'S. Global Financial System Stress. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect/globalfinance/htm>

STANDARD & POOR'S. **Sovereign ratings history since 1975**: Commentary. jul. 2001. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/ratings/actions/ratingslists/sovereigns/articles/sovhis012.htm>