



Risco

País

Informações até março de 2016



Série Perguntas Mais Frequentes



Série “Perguntas Mais Frequentes”

Banco Central do Brasil

1. Juros e *Spread* Bancário
2. Índices de Preços no Brasil
3. Comitê de Política Monetária (Copom)
4. Indicadores Fiscais
5. Preços Administrados
6. Títulos Públicos e Gestão da Dívida Mobiliária
7. Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)
8. Contas Externas
- 9. Risco-País**
10. Regime de Metas para a Inflação no Brasil
11. Funções do Banco Central do Brasil
12. Depósitos Compulsórios
13. Sistema Expectativas de Mercado

Diretor de Política Econômica

Carlos Viana de Carvalho

Equipe

André Barbosa Coutinho Marques

Carolina Freitas Pereira Mayrink

Henrique de Godoy Moreira e Costa

Luciana Valle Rosa Roppa

Luiza Betina Petroll Rodrigues

Manuela Moreira de Souza

Maria Cláudia Gomes P. S. Gutierrez

Márcio Magalhães Janot

Coordenação

Renato Jansson Rosek

Elaboração e editoração

Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos
Especiais (Gerin)

Brasília, DF

Este fascículo faz parte do Programa de Educação Financeira do Banco Central do Brasil.

Risco-País¹

Este texto integra a série Perguntas Mais Frequentes (PMF), editada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) do Banco Central do Brasil (BCB), que aborda temas econômicos de interesse de investidores e do público em geral.

Com essa iniciativa, o BCB vem prestar esclarecimentos sobre diversos assuntos, buscando reforçar a transparência na condução da política econômica e a eficácia na comunicação de suas ações.

¹ O Gerin agradece a colaboração do Departamento de Estudos e Pesquisas do BCB, fundamental para a edição deste material.

Sumário

Visão Geral	6
1. O que é o risco-Brasil?.....	6
EMBI	6
2. O que é o EMBI+?	6
3. Como é calculado o EMBI+?.....	7
4. Qual a atual constituição do EMBI+?	8
5. Quais os critérios de inclusão e de exclusão de papéis no cálculo do EMBI+?	8
6. Qual é a diferença entre o EMBI+ e o EMBI Global?.....	9
7. O que é o EMBI+Br?	10
8. Qual é a carteira utilizada para calcular o EMBI+Br?	10
CDS	10
9. O que é o <i>Credit Default Swap</i> (CDS)?	10
10. Por que o CDS pode ser usado como medida do risco Brasil?	10
11. Como é feito o pagamento ao comprador do CDS em caso de insolvência?	11
12. Quais são os principais investidores do mercado de CDS?	11
13. O CDS é usado apenas como proteção para o risco de crédito?	11
14. O prêmio do CDS do Brasil deve ser igual ao <i>spread</i> medido pelo EMBI+Br?	12
Classificação de risco de países	12
15. O que é o <i>rating</i> de um país?	12
16. Quais são as principais agências internacionais de ratings? E qual é a escala de classificação dos <i>ratings</i> ?	12
17. Existe mais de um tipo de <i>rating</i> ?.....	14
18. Qual a metodologia adotada pelas agências para atribuir <i>ratings</i> aos países?	15
19. <i>Rating</i> soberano é a mesma coisa que risco país?	15
Brasil: risco país	16
20. Quando o risco Brasil aumenta, aumentam as despesas do País com o pagamento de juros da dívida externa?	16
21. Qual a relação entre o risco-Brasil e a taxa de câmbio?	16
22. Qual foi o impacto da crise financeira de 2008 sobre o risco Brasil?	17
Mais informação	18

23. Onde posso obter mais informações sobre o risco país e sobre *ratings* soberanos? 18



Risco-País

Visão Geral

1. O que é o risco-Brasil?

O risco-Brasil é um conceito que busca expressar de forma objetiva o risco de crédito a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no país. No mercado, os indicadores diários mais utilizados para essa finalidade são o EMBI+Br e o *Credit Default Swap* (CDS) do Brasil.

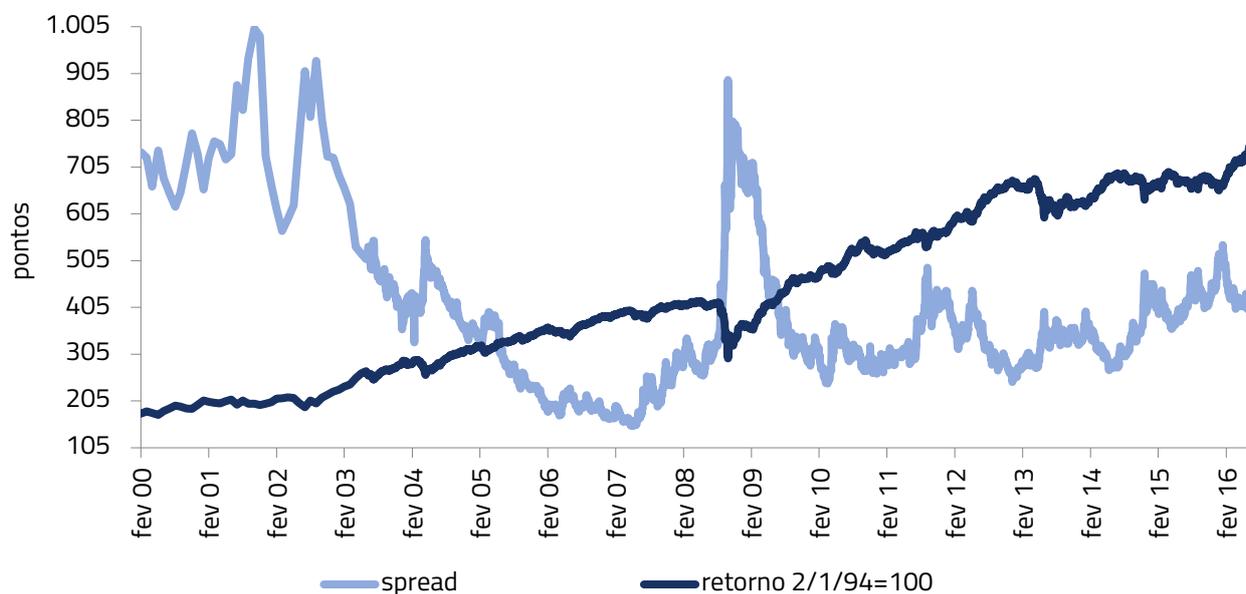
EMBI

2. O que é o EMBI+?

O EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index Plus*), calculado pelo Banco *J.P. Morgan Chase*, é um índice ponderado composto por instrumentos de dívida externa, ativamente negociados e denominados em dólar, de governos de países emergentes. Seu cálculo reflete o movimento de preços dos títulos que o compõem (e também, os retornos associados a eles) e é dado pela média ponderada dos retornos diários pagos por esses títulos aplicada ao índice do dia anterior. A variação do índice entre duas datas equivale ao rendimento da carteira no período. Para a maioria das carteiras, a data base (número-índice igual a 100) é 31/12/1993, quando foi iniciado o cálculo do EMBI+.

Uma série de números relacionados ao EMBI+ são divulgados pelo *JP Morgan*. No entanto, os mais usados são a taxa de retorno por um prazo determinado e o *spread over Treasury* (ver Pergunta 3). O Gráfico 1 mostra o retorno e o spread do EMBI+ desde 2000.

Gráfico 1 – EMBI+ (2000 a 2016)



Fonte: Bloomberg

3. Como é calculado o EMBI+?

O EMBI+ é construído como uma composição de três tipos de instrumentos da dívida dos países emergentes: *bradies*², eurobônus, e empréstimos externos de entidades soberanas.

O peso de cada instrumento de dívida no EMBI+ é dado pelo peso de sua emissão como percentagem do total dos instrumentos no índice e o peso por país é calculado pela agregação dos pesos dos instrumentos para cada país.

Calcula-se inicialmente o retorno diário para cada instrumento individual, e a partir daí calcula-se a média aritmética dos retornos diários ponderada pelo valor de mercado para cada tipo de dívida. Finalmente, estima-se a média aritmética dos retornos diários médios dos três tipos de instrumentos, ponderada pelos respectivos valores de mercado. O resultado é uma taxa de retorno para o EMBI+ como um todo, que é aplicada ao índice do dia anterior para se chegar ao índice do dia corrente. O cálculo do *spread over Treasury* é a diferença entre o rendimento de cada papel até o vencimento (o *yield to maturity*) e o rendimento de ponto correspondente na

² Os *bradies* são os títulos criados por ocasião da reestruturação das dívidas externas de países que aderiram ao Plano Brady na década de 1990. No caso brasileiro, a reestruturação da dívida externa ocorreu em 1992, envolvendo a troca da dívida de responsabilidade do setor público por sete novos bônus de emissão da República, cada um com suas peculiaridades. Dentre os *bradies*, o *C-bond* (ou *Front-Loaded Interest Reduction Bond with Capitalization*) foi o título brasileiro mais líquido no mercado internacional. O Tesouro Nacional recomprou todos os *bradies* negociados no mercado na época. Maiores detalhes em http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/Informes_da_Divida/Call_dos_Bradies.pdf e http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/Informes_da_Divida/Informe_Call_dos_Bradies.pdf.

curva de papéis do Tesouro norte-americano, e é expresso em pontos-base. Considerando-se o *spread* para o índice como um todo, utiliza-se o mesmo procedimento de cálculo, mas adicionando-se os fluxos de caixa dos papéis que compõem a carteira do índice.

O EMBI+ é calculado em todo dia útil, de acordo com o calendário do mercado de títulos dos Estados Unidos. A data base (um número-índice igual a 100) é 31 de dezembro de 1993, quando foi iniciado o cálculo do EMBI+.

Além do EMBI+ total, são divulgados subíndices para cada país, região e tipo de instrumento de dívida.

4. Qual a atual constituição do EMBI+?

Em 31 de março de 2016, o EMBI+ era constituído de papéis com grau de investimento (*investment grade*) (60%) e papéis de *high yield* (40%). Concentrava-se em instrumentos de emissores da América Latina (39,4%), seguida por Europa (28,8%), Ásia (22,9%) e África (6,3%). A Turquia era o país com maior peso no índice, 14,0%, seguida por Rússia (11,7%), México (11,5%), Indonésia (10,2%), Filipinas (8,6%), Brasil (7,9%) e Colômbia (6,0%). A Argentina já foi emissor importante no EMBI+, mas a queda do valor de mercado dos seus papéis fez com que sua participação no índice caísse a 3,6%.

5. Quais os critérios de inclusão e de exclusão de papéis no cálculo do EMBI+?

Cada instrumento individual que compõe o EMBI+ deve atender a três critérios de elegibilidade para entrar na composição do índice:

- país emissor tem que ter *rating* máximo BBB+/Baa1;
- maturidade de no mínimo 2,5 anos;
- critérios de liquidez apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 – Classificações de liquidez do EMBI+

Classificação	Mínimo (ou valor de face equivalente no mercado secundário)	Média <i>bid/ask</i>	Cotação por <i>interdealer brokers</i> designados
L1	US\$2 bilhões	<i>spread</i> ≤ 3/8 ponto	cotado por todos os <i>interdealer brokers</i> designados
L2	US\$1 bilhão	<i>spread</i> ≤ 3/4 ponto	cotado por pelo menos metade dos <i>interdealer brokers</i> designados
L3	US\$500 milhões	<i>spread</i> ≤ 1½ ponto	cotado por pelo menos 1/4 dos <i>interdealer brokers</i> designados
L4	US\$500 milhões	<i>spread</i> ≤ 3 pontos	cotado por pelo menos um dos <i>interdealer brokers</i> designados
L5	US\$500 milhões	<i>spread</i> > 3 pontos [1]	não cotado por <i>interdealer brokers</i> designados [1]

[1] Se qualquer uma dessas condições for atendida, a classificação será L5. Para L1 a L4, as duas condições da linha (coluna “Média *bid/ask*” e “Cotação por *interdealer brokers* designados”) precisam ser atendidas para garantir a classificação.

Fonte: JP Morgan

Essa classificação de liquidez é utilizada para determinar quando os instrumentos são incluídos ou excluídos do cálculo do EMBI+. Os instrumentos devem ser classificados como L1, L2 ou L3 para serem incluídos. A inclusão ocorre no fim do primeiro mês no qual atingem classificação L1, no fim do terceiro mês consecutivo em que atingem classificação L2 ou superior, ou no fim do sexto mês consecutivo em que atingem classificação L3 ou superior.

A exclusão do EMBI+ ocorre nos seguintes casos::

- ao fim do primeiro mês no qual o instrumento é classificado como L5 ou no fim do sexto mês consecutivo no qual são classificados como L4;
- Quando o país emissor recebe *rating* superior a BBB+/Baa1 das agências de classificação de risco *Moody's/S&P*.

Uma vez que um instrumento tenha saído do EMBI+, não pode retornar por 15 meses. Isso garante que a composição do índice não esteja sujeita à tendência temporal de liquidez.

6. Qual é a diferença entre o EMBI+ e o EMBI Global?

Em 31 de março de 2016, o EMBI+ incluía 155 instrumentos de 16 países emergentes com valor de face de US\$309,2 bilhões e valor de mercado de US\$325,4 bilhões. O EMBI Global tem menores restrições de liquidez, englobando 503 instrumentos soberanos e quase-soberanos de 65 países, denominados em dólares norte-americanos. Seu valor de mercado totalizava US\$692,3 bilhões naquela data. Portanto, o EMBI+ representa conjunto mais seletivo e líquido de oportunidades de investimento em mercados emergentes. Não obstante, o EMBI Global e o EMBI+ são altamente correlacionados.

7. O que é o EMBI+Br?

O *J. P. Morgan Chase* calcula separadamente um índice EMBI+ específico para cada país participante do índice. O EMBI+ para o Brasil recebe o nome de EMBI+Br. Seu *spread* é conhecido como risco-Brasil e corresponde à média ponderada dos prêmios pagos pelos títulos da dívida externa brasileira em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos.

O mercado usa o *spread* do EMBI+Br para medir a capacidade de o país honrar os seus compromissos financeiros com o exterior, ou seja, quanto maior a pontuação do indicador de risco, maior é o risco de crédito do país a que se refere. Assim, para conseguir atrair capital estrangeiro em montante suficiente para o financiamento de sua dívida externa, um país com *spread* elevado no EMBI+ necessita oferecer altas taxas de juros em seus papéis.

8. Qual é a carteira utilizada para calcular o EMBI+Br?

Em 31 de março de 2016, a carteira do EMBI+Br compreendia 15 papéis emitidos pelo país no exterior.

CDS

9. O que é o *Credit Default Swap* (CDS)?

O CDS é um contrato bilateral que permite ao investidor comprar proteção para crédito específico contra evento de crédito do emissor de determinado ativo. O emissor é conhecido como entidade de referência. Um evento de crédito (*default*) inclui ocorrências tais como inadimplência, falha em pagamentos, reestruturação de dívida ou falência do emissor do ativo. Para adquirir essa proteção, o comprador faz pagamentos periódicos ao vendedor, normalmente trimestrais ou semestrais, especificados como porcentagem do principal. Essa porcentagem é conhecida como *spread*, prêmio ou taxa fixa, e representa, para o investidor em ativo de risco, o custo para a proteção contra um evento de crédito relacionado com o emissor do ativo.

10. Por que o CDS pode ser usado como medida do risco Brasil?

O prêmio do CDS funciona como medida de risco de crédito da entidade de referência e é cotado em pontos-base. Por exemplo, se um investidor compra proteção contra um evento de crédito para US\$100 milhões em ativos soberanos brasileiros por 5 anos (CDS 5Y do Brasil), com prêmio anual de 200 pontos-base, fará pagamentos periódicos de US\$2 milhões ao vendedor da proteção. Esses pagamentos são feitos até o vencimento do contrato ou a insolvência do emissor – o que ocorrer antes. Se não houver insolvência, o contrato se encerra no seu vencimento sem troca de fluxo de caixa. No caso de insolvência, o vendedor da proteção paga ao comprador um montante que compense as perdas resultantes do evento, imunizando o risco de

crédito. Quanto maior a probabilidade de falência, maior será o prêmio do CDS, funcionando como medida de risco de crédito da entidade de referência.

11. Como é feito o pagamento ao comprador do CDS em caso de insolvência?

O contrato de CDS deve especificar como será o pagamento no caso de insolvência, que pode ser feito em dinheiro ou fisicamente (a mais comum). No pagamento com dinheiro, o comprador de proteção mantém o ativo após o evento de crédito, mas é recompensado pelo vendedor pela perda incorrida, que representa a diferença entre o valor ao par e o valor do ativo pós-falência, usualmente expresso em porcentagem do total e conhecido como taxa de recuperação ou *recovery rate*. A principal dificuldade da liquidação em dinheiro é essa determinação do valor do ativo após o *default*, pois a liquidez desses títulos sofre grandes prejuízos após o evento de crédito. Já com a liquidação física, o comprador entrega o bônus especificado, ou a ser escolhido em uma cesta de ativos da entidade de referência, e recebe o valor financeiro total do principal (ao par, ou 100% do valor de face). Na hipótese de *default* da entidade de referência, caso o comprador da proteção não tenha os papéis em sua carteira, mesmo com a deterioração das condições de liquidez, esses ativos podem ser adquiridos no mercado secundário com grandes deságios, por exemplo, ao preço de apenas 25% do valor de face. A diferença entre o valor de mercado do ativo em *default* e o preço de entrega ao vendedor da proteção, representa a compensação financeira do comprador da proteção. Uma vantagem dessa opção para o comprador de proteção é que, dada a dificuldade em se precificar o ativo após a insolvência, é mais fácil entregá-lo ao vendedor. O tipo de contrato mais comum é aquele com a possibilidade de escolha do bônus em uma cesta de ativos. Para os vendedores, a liquidação física pode ser a opção mais interessante, dada a possibilidade de reestruturação de dívida pelo emissor no futuro (por exemplo, a empresa pode negociar o pagamento da dívida, por meio do reescalonamento dos fluxos de pagamentos, que contemple a postergação de montantes vencidos no curto prazo e/ou deságios no principal devido, ou ser adquirida por outra empresa que assuma a dívida) e o ativo pode recuperar parte do valor, no longo prazo.

12. Quais são os principais investidores do mercado de CDS?

Quem mais utiliza o CDS são os bancos, tanto comprando como vendendo proteção, as companhias de seguro, corretoras, *hedge funds*, fundos de pensão, empresas, fundos mútuos e agências governamentais.

13. O CDS é usado apenas como proteção para o risco de crédito?

Não. O CDS é usado também para outros fins como, por exemplo, assumir posições em risco de crédito. Por exemplo, se um investidor tem perspectivas negativas para uma empresa, pode

comprar proteção por meio de CDS. Caso haja piora na qualidade de crédito desse ativo, o custo de proteção deve aumentar, acompanhando a probabilidade de insolvência, e o investidor pode vender a proteção e realizar lucros. Um aspecto que contribui para essa utilização do CDS é ser instrumento sintético, sem emissão limitada, ao contrário dos bônus, o que facilita seu uso nos momentos de estresse.

14. O prêmio do CDS do Brasil deve ser igual ao *spread* medido pelo EMBI+Br?

O *spread* de crédito de um bônus compensa o comprador desse ativo pelo risco de insolvência. Se o bônus é negociado ao par, a perda máxima no caso de insolvência é a diferença entre o valor ao par e a taxa de recuperação. Da mesma forma, o *spread* do CDS também é o valor da proteção contra a insolvência, onde o ganho é o valor ao par menos a taxa de recuperação. Com isso, seria de se esperar que o prêmio do CDS tivesse valor semelhante a esses *spreads*, mas isso nem sempre ocorre devido a fatores como, por exemplo, liquidez e maturidade efetiva, que podem variar entre os dois instrumentos, principalmente em momentos de crise³.

Classificação de risco de países

15. O que é o *rating* de um país?

O *rating* é nota ou classificação de risco atribuída a país emissor de dívida de acordo com a avaliação, por instituição especializada na análise de crédito, sobre a capacidade e a disposição para que esse país honre, pontual e integralmente, o serviço de sua dívida. O *rating* é instrumento relevante para o mercado, uma vez que fornece aos potenciais credores opinião independente a respeito do risco de crédito da dívida do país analisado. Com a globalização, o *rating* se apresenta como linguagem universal que aborda o grau de risco de qualquer título de dívida.

16. Quais são as principais agências internacionais de ratings? E qual é a escala de classificação dos *ratings* ?

As principais agências internacionais de classificação de risco de crédito são a *Standard & Poor's* (S&P), a *Fitch Ratings* e a *Moody's*. A Tabela 2 mostra a escala de classificação dos *ratings* por essas agências. As classificações são ordenadas decrescentemente pela avaliação de risco de crédito. As classificações de risco de AAA/Aaa até no mínimo BBB-/Baa3 são consideradas

³ Para uma análise comparativa dos *spreads* do CDS e do EMBI+Br ver <http://www4.bcb.gov.br/pec/GCI/port/focus/X20071031-Analise%20Comparativa%20de%20Duas%20Medidas%20de%20Risco-Brasil.pdf>

como grau de investimento (*investment grade*), enquanto as abaixo são consideradas como de grau especulativo (*speculative grade*). De forma geral, a atribuição de grau de investimento a um país habilita novas classes de investidores a adquirir papéis desse país como, por exemplo, fundos de pensão estrangeiros, que são aplicadores de enorme vulto e que têm restrições para aplicar em países avaliados como especulativos pelas agências de risco.

Tabela 2 – Escala de Classificação das Agências de *Rating*

	Moody's	S&P	Fitch
Categoria de Investimento	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Categoria de Investimento de Risco	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	CC
	Caa3	CCC-	C
	Ca	CC	DDD
	C	C	DD
		D	D

Fontes: *Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings.*

A Tabela 3 apresenta as classificações dadas pelas agências a um grupo selecionado de países e também um indicativo de perspectiva para essas economias – os chamados *outlooks* (positivo, negativo ou estável). Importante salientar que essas classificações possuem abrangência global, isto é, não estão restritas apenas às economias emergentes, e são revistas periodicamente, já que a qualidade de crédito (ou risco de inadimplência) do país pode se alterar de um período ao outro.

Tabela 3 – Rating de Longo Prazo para Emissões em Moeda Estrangeira (em março de 2016)

País	Moody's		S&P		Fitch	
	Rating	Outlook	Rating	Outlook	Rating	Outlook
África do Sul	Baa2	Em revisão	BBB-	Estável	BBB-	Estável
Brasil	Ba2	Estável	BB	Estável	BB+	Estável
Bulgária	Baa2	Estável	BB+	Estável	BBB-	Estável
Chile	Aa3	Estável	AA-	Estável	A+	Estável
China	Aa3	Estável	AA-	Estável	A+	Estável
Colômbia	Baa2	Estável	BBB	Estável	BBB	Estável
Coréia do Sul	Aa2	Estável	AA-	Estável	AA-	Estável
Egito	Caa1	Estável	B-	Estável	B	Estável
Equador	B3	Estável	B+	Estável	B	Estável
Estados Unidos	Aaa	Estável	AA+	Estável	AAA	Estável
Filipinas	Baa2	Estável	BBB	Estável	BBB-	Estável
Hong Kong	Aa1	Estável	AAA	Estável	AA+	Estável
Índia	Baa3	Estável	BBB-	Estável	BBB-	Estável
Japão	A1	Estável	A+	Estável	A	Estável
Malásia	A3	Estável	A-	Estável	A-	Estável
Marrocos	Ba1	Estável	BBB-	Estável	BBB-	Estável
México	A3	Estável	BBB+	Estável	BBB+	Estável
Paraguai	Ba1	Estável	BB	Estável	BB	Estável
Peru	A3	Estável	BBB+	Estável	BBB+	Estável
Polônia	A2	Estável	BBB+	Estável	A-	Estável
Reino Unido	Aa1	Estável	AAA	Estável	AA+	Estável
Rússia	Ba1	Positiva	BB+	Estável	BBB-	Estável
Turquia	Baa3	Estável	BB+	Estável	BBB-	Estável
Ucrânia	Caa3	Estável	B-	Estável	CCC	Estável
Uruguai	Baa2	Estável	BBB	Estável	BBB-	Estável
Venezuela	Caa3	Estável	CCC	Estável	CCC	Estável

Fontes: Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings.

17. Existe mais de um tipo de rating?

Sim. Existem duas escalas diferenciadas para os *ratings*: internacional e nacional. O *rating* em escala internacional pode ser tanto em moeda local como em moeda estrangeira e representa medida absoluta da capacidade de pagamento das dívidas denominadas, respectivamente, em moeda local ou estrangeira. Os *ratings* em escala internacional, sejam em moeda local ou estrangeira, são comparáveis entre países. Já os *ratings* em escala nacional não são comparáveis em escala internacional. Classificações similares em escala nacional de emissores em países diferentes podem mostrar grandes diferenças na capacidade de pagamento. Por exemplo, um rating AAA na escala brasileira não é comparável com um AAA nas escalas chilena e argentina. *Ratings* em moeda local medem a probabilidade de pagamento na moeda do país e na jurisdição em questão. Excluem o efeito do risco-país e o risco de transferência, não refletindo a

possibilidade de os investidores virem a ter dificuldades para repatriar o recebimento de principal e juros, em decorrência, por exemplo, de crise cambial do país em que o emissor está sediado. Entre outros, o objetivo desse *rating* é permitir ao investidor comparar o risco de emissores de diferentes países isolado de riscos de transferência. As agências também diferenciam os *ratings* de acordo com o prazo. O *rating* de curto prazo refere-se à capacidade de pagamento de obrigação financeira de até doze meses. Já obrigações com prazo superior a doze meses passam a receber classificação de longo prazo.

18. Qual a metodologia adotada pelas agências para atribuir *ratings* aos países?

Para a classificação de risco de crédito, as agências de *ratings* recorrem tanto a técnicas quantitativas, como análise de balanço, fluxo de caixa e projeções estatísticas, quanto a análises de elementos qualitativos, como ambiente externo, questões jurídicas e percepções sobre o emissor e seus processos. Além de a classificação envolver avaliação de garantias e proteções (*hedge*) contra riscos levantados, também incorpora o fator tempo. Este último influencia a definição do *rating*, pois maiores horizontes implicam maior imprevisibilidade. Dessa forma, um mesmo país pode apresentar títulos de dívida com diferentes notas, de acordo com as garantias oferecidas, prazos estabelecidos, dentre outras características.

Em linhas gerais, a metodologia para classificação de risco soberano está baseada em experiências conhecidas de insolvência ou quase insolvência para identificar conjunto de indicadores-chave (quantitativos ou qualitativos) que medem a capacidade e intenção de pagamento do serviço das dívidas dos países. A Standard & Poor's, por exemplo, divide a estrutura analítica dos *ratings* soberanos em nove categorias: risco político; estrutura econômica; perspectivas de crescimento econômico; flexibilidade fiscal; endividamento governamental; passivos *offshore* e contingentes; flexibilidade monetária; liquidez externa; e endividamento externo público e privado⁴. A cada uma dessas categorias é atribuída nota, que varia de um (a mais alta – menor risco) a seis, não havendo fórmula exata para se combinar as notas ao se determinar os *ratings*. As variáveis analíticas são inter-relacionadas e os pesos não são fixos.

19. *Rating* soberano é a mesma coisa que risco país?

Os conceitos de risco país e de *rating* soberano são bastante diferentes. Os *ratings* soberanos refletem os fundamentos macro e microeconômicos do país no longo prazo e, portanto, tendem a exibir estabilidade maior do que as medidas de risco-país, que sofrem também a influência de fatores de curto prazo. Aspectos conjunturais somente são levados em consideração nos *ratings* apenas se implicarem mudanças fundamentais e estruturais no longo prazo. No entanto, países

⁴ Para uma descrição metodológica de cada um desses critérios, ver o relatório [Sovereign Credit Ratings: A primer](#), da Standard & Poor's, elaborado em 2008.

com *ratings* elevados tendem a apresentar risco-país mais baixo, e vice-versa, indicando elevada correlação (negativa) entre os dois indicadores.

Brasil: risco país

20. Quando o risco Brasil aumenta, aumentam as despesas do País com o pagamento de juros da dívida externa?

Não. Os juros pagos pela República em cada título colocado no mercado internacional foram definidos por ocasião do lançamento desses papéis. Os investidores que adquiriram, por exemplo, o título que o Brasil lançou com juros contratuais de 11% a.a. e vencimento em 2040 será remunerado com juros de 11% a.a. até o vencimento. As alterações de risco refletem tão somente o retorno médio a que novos investidores que comprem esse título no mercado secundário estarão sujeitos. Com a queda do prêmio de risco, o preço do título aumenta. Por exemplo, se o risco estiver em 200 pontos-base e o rendimento das *Treasuries* estiver em 3% a.a., o preço de mercado para o título com vencimento em 2040 será superior ao valor de face, de tal forma que garanta um retorno de 5% a.a. Caso o risco caia para 100 pontos, o preço de mercado aumentará ainda mais, de forma a assegurar o novo rendimento de 4% a.a. aos investidores que o adquirirem. A despesa do país com os juros, entretanto, não sofre alteração. Cabe lembrar, no entanto, que o indicador do risco serve como referência para novas emissões soberanas e privadas no mercado internacional, ou seja, a queda no risco-país implica custo menor para novos títulos.

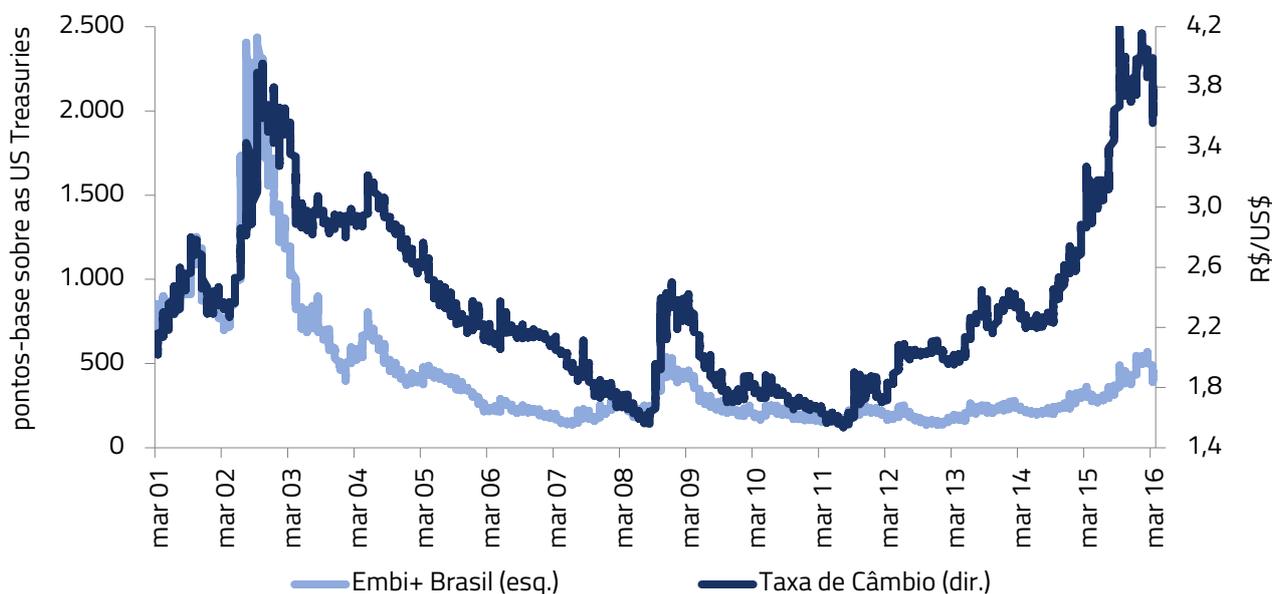
21. Qual a relação entre o risco-Brasil e a taxa de câmbio?

A simples observação do Gráfico 2 sugere que o risco Brasil e a taxa de câmbio entre o real e o dólar norte-americano são altamente correlacionados. Geralmente, em economias financeiramente abertas, variações da percepção de risco soberano são acompanhadas por variações nas entradas líquidas de capitais, com impacto na taxa de câmbio. A queda no risco-país permite que tanto a República como outros agentes econômicos domésticos acessem o mercado internacional de capitais em condições mais favoráveis ao ampliar a base de investidores internacionais dispostos a financiar títulos de emissores domésticos. Vale lembrar que a taxa de juros das emissões de dívida soberana servem de referência ou *benchmark* para as emissões de empresas privadas, ou seja, a queda no risco-país possibilita menor custo de captação externa também para os agentes privados.

Como a queda persistente no risco-país reflete melhor percepção dos investidores em relação às perspectivas macroeconômicas do País, o processo é acompanhado pelo melhor acesso a capitais de longo prazo, na forma de investimento direto, e investimento em carteira. Tudo isso se traduz em maior oferta de capitais para o País, possibilitando que a taxa de câmbio

se desloque no sentido de um real mais forte. Da mesma forma, o aumento persistente no risco-País, ao piorar as condições de acesso dos agentes econômicos domésticos ao financiamento externo, desloca a taxa de câmbio no sentido de um real mais desvalorizado.

Gráfico 2 – Risco Brasil e Taxa de Câmbio (até março de 2016)

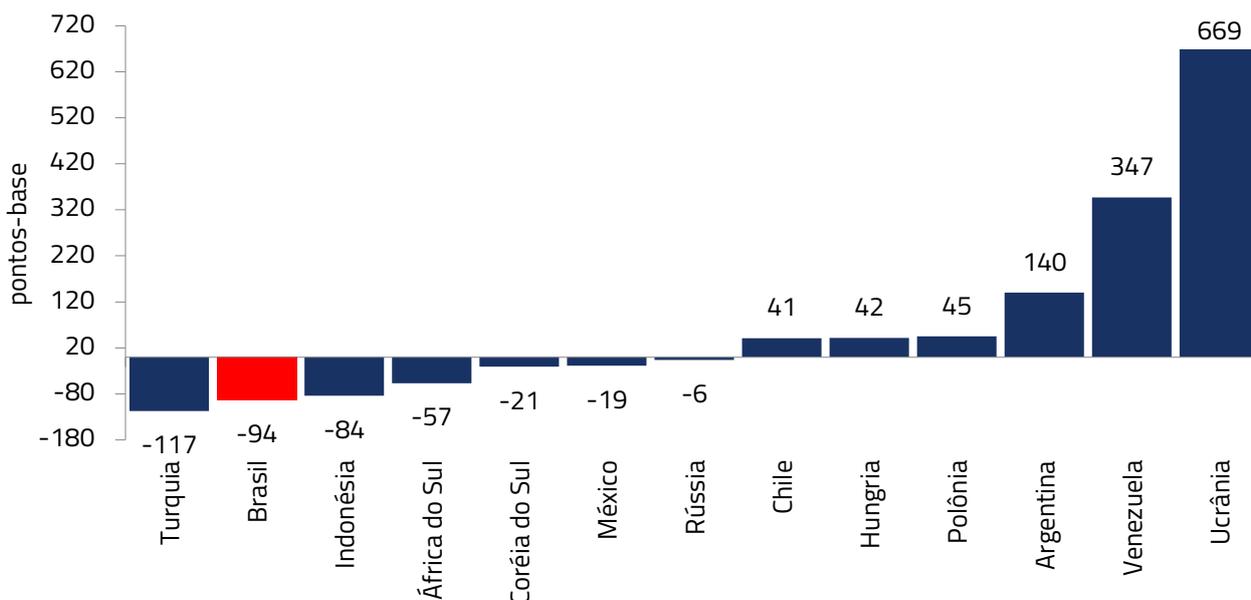


Fontes: Morgan Markets e BCB.

22. Qual foi o impacto da crise financeira de 2008 sobre o risco Brasil?

Diferentemente de crises passadas, quando a vulnerabilidade macroeconômica era mais pronunciada, a economia brasileira estava em melhores condições para enfrentar os impactos da quebra do banco de investimentos Lehmann Brothers em 15/9/2008, que desencadeou uma das piores crises financeiras da história mundial. Podemos verificar pelo Gráfico 3 – Variação do Risco País Medido pelo *Spread* do CDS entre 15/9/08 e 15/9/09 Gráfico 3 que um ano após a crise a percepção de risco Brasil era 94 pontos-base inferior à do dia da crise e, em termos comparativos, o risco Brasil foi menos afetado que o da maioria dos países emergentes. Essa é evidência contundente da melhora de percepção de risco da economia brasileira por parte dos investidores, como resultado da continuidade ao longo de vários anos da política macroeconômica baseada no tripé metas para a inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal.

Gráfico 3 – Variação do Risco País Medido pelo *Spread* do CDS entre 15/9/08 e 15/9/09



Fonte: Bloomberg.

Mais informação

23. Onde posso obter mais informações sobre o risco país e sobre *ratings* soberanos?

A metodologia de cálculo do índice EMBI+ foi consolidada a partir dos relatórios emitidos pela J.P. Morgan Chase: *Introducing the Emerging Markets Bond Plus - EMBI+*, de 12/7/95, *EMBI+/EMBI rules for adding and dropping issues*, de 30/9/98, *Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) – Rules and Methodology*, de dezembro de 2004 e *EMBI Global and EMBI Global Diversified – Rules and Methodology*, de junho de 2014. Os dados de composição do EMBI+ foram extraídos do relatório *EMBI Monitor* de 1º de abril de 2016. Esses dados podem ser consultados em www.morganmarkets.com, após solicitação de cadastramento.

Os dados diários do EMBI+ podem ser obtidos em provedores de informação por assinatura, como a *Thomson Reuters*, *Bloomberg*, e em alguns jornais de circulação diária. Para informações sobre os *ratings* soberanos, acesse as páginas das agências [Standard & Poor's](#), [Moody's](#) e [Fitch Ratings](#).