



ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES: O RATING SOBERANO BRASILEIRO NA AVALIAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

*ASYMMETRY OF INFORMATION: THE BRAZILIAN SOVEREIGN RATING IN THE
ASSESSMENT OF RATING AGENCIES*

ROMÁRIO ROCHA DO NASCIMENTO
UFSCAR

Nota de esclarecimento:

Comunicamos que devido à pandemia do Coronavírus (COVID 19), o IX SINGEP e a 9ª Conferência Internacional do CIK (CYRUS Institute of Knowledge) foram realizados de forma remota, nos dias **20, 21 e 22 de outubro de 2021**.

Agradecimento à órgão de fomento:

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES).

ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES: O RATING SOBERANO BRASILEIRO NA AVALIAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

Objetivo do estudo

A pesquisa buscou analisar as divergências de informações dos relatórios sintéticos, emitidos pelas Agências de Classificação de Risco Standard & Poor's, Moody's e Fitch, entre o ano de 2014 e 2017.

Relevância/originalidade

A originalidade do estudo está em demonstrar como a assimetria de informações entre credores e mutuários de títulos soberanos, também pode ser precedida pelas próprias ACRs quando disponibilizam para o mercado, diferentes avaliações sobre o mesmo produto financeiro.

Metodologia/abordagem

Metodologicamente, realizou-se uma análise de conteúdo nos relatórios sintéticos das ACRs para criar variáveis e categorias de investigação para pesquisa e, por conseguinte, objetivou-as em um espaço multidimensional através da Análise de Correspondência (AC).

Principais resultados

Os resultados mostraram que, embora o teor das avaliações tenha sido negativo em ambas ACRs, os dados mostram haver divergências em comparações categóricas específicas.

Contribuições teóricas/metodológicas

Para a ciência, a pesquisa contribui essencialmente para o campo do conhecimento de estudos que buscam analisar as divergências e a relevância que as ACRs tem para o mercado financeiro.

Contribuições sociais/para a gestão

Para sociedade, a pesquisa dá ênfase ao conteúdo informacional em que o mercado financeiro tem acesso, permitindo que os investidores tenham consciência sobre as divergências que podem afetar as tomadas de decisão.

Palavras-chave: ACRs, Assimetria, Informações, Rating soberano



ASYMMETRY OF INFORMATION: THE BRAZILIAN SOVEREIGN RATING IN THE ASSESSMENT OF RATING AGENCIES

Study purpose

The research sought to analyze the divergence of information in the synthetic reports issued by the Risk Rating Agencies Standard & Poor's, Moody's and Fitch, between the year 2014 and 2017.

Relevance / originality

The originality of the study is in demonstrating how the asymmetry of information between creditors and borrowers of sovereign bonds, can also be preceded by the CRAs themselves when they make available to the market, different assessments on the same financial product.

Methodology / approach

Methodologically, a content analysis was performed on the CRAs' summary reports to create variables and research categories for research, and next, objectified them into a multidimensional space through Correspondence Analysis (CA).

Main results

The results showed that while the content of the ratings was negative in both CRAs, the data show divergence in specific categorical comparisons.

Theoretical / methodological contributions

For science, the research essentially contributes to the field of knowledge of studies that seek to analyze the divergences and the relevance that CRAs have for the financial market.

Social / management contributions

For society, the research emphasizes the informational content that the financial market has access to allowing investors to be aware of divergences that can affect decision-making.

Keywords: CRAs, Asymmetry, Information, Sovereign rating

1 Introdução

As Agências de Classificação de Risco de Crédito (ACRs) são entidades especializadas que desempenham a função importante de superar a assimetria de informações nos mercados de capitais (Langohr & Langohr, 2008). Essas agências emitem um tipo de avaliação sobre empresas, bancos e estados soberanos para o mercado, e determina a capacidade que essas instituições têm de cumprir com suas obrigações ou provir de efetiva credibilidade.

As principais Agências de Classificação de Risco de crédito do mercado são a Standards & Poor's, Moody's e Fitch Service, nos quais tem recebido bastante atenção nas últimas décadas (White, 2018). Desde que a atividade de classificação iniciou, por volta do começo do século XX, existe uma necessidade crescente de adequação das instituições e do próprio Estado sobre a ordem imposta pela noção de risco no espaço econômico moderno.

Mesmo não sendo as únicas fontes desse tipo de informação (White, 2018), as ACRs promovem muita influência sobre os preços de mercados, onde seus impactos estão associados, não somente às novas informações, mas também a certificações, como o uso de “Outlooks”, “revisões” e “supervisão” (Kiff et al., 2010). O conteúdo informacional das ACRs traz deduções sobre os investimentos, e sempre são pautadas com relevância em pesquisas que focam sobre os impactos das notações nos mercados (*ver.*: Drago & Gallo, 2017; Kemper & Mortenson, 2020).

As ACRs difundem informações aos mercados para facilitar as comparações entre os produtos financeiros e a análise de informações assimétricas sobre a qualidade dos investimentos. A partir da década de 70, além da análise corporativa, as ACRs passaram a classificar os estados soberanos. Muitas pesquisas têm focado na relevância dos ratings dos países, especialmente focadas sobre os impactos desse tipo de análise no mercado. Kiff et al., (2010), por exemplo, ao analisar as mudanças do rating de crédito soberano pela Standard & Poor's sobre os investimentos privados de 48 países, mostram declínios significativos no crescimento de investimentos privados após rebaixamentos dos ratings soberanos, concluindo que esses podem afetar, mesmo que temporariamente, esse tipo de investimento.

As ACRs emitem dois tipos de informações importantes sobre os estados soberanos: a “mudança de rating” e a “mudança de perspectiva”. Essas informações significam, respectivamente, mudança da “nota” e mudança da “perspectiva” da nota. O papel crucial está na responsabilidade desenvolver os mercados financeiros, por meio de informações que emitem sobre as entidades classificáveis, corrigindo falhas de informações assimétricas de mercado, entre credores e mutuários (Ahn, Bonsall & Van Buskirk, 2014).

As ACRs, contudo, ainda são condicionados a uma posição de incerteza, especialmente pelo conteúdo informacional de suas avaliações para o mercado. Muitas das prerrogativas estão associadas a capacidade de as ACRs identificar nos relatórios, fraudes empresariais ou omissões (Bichoffe, 2017) e, também sobre a real credibilidade de informações sobre mutuários. Para White (2018), a relação entre credor e mutuário é o que movimenta a questão das informações assimétricas, isto é, até que ponto o credor tem informações sobre a credibilidade do mutuário para poder emprestar, e a real condição que o mutuário tem de pagar um empréstimo para o credor.

Sabe-se, contudo, que muitas vezes as divergências de informações e notas podem estar relacionadas as próprias ACRs (Park & Yoo, 2019) quando avaliam um mesmo mutuário, como um determinado país. A premissa do problema pode estar relacionada aos diferentes métodos para julgar cada critério avaliado (Ribeiro, 2014), tendo como impasse, o resultado de avaliações assimétricas entre as próprias ACRs.

Em 2008, o Brasil entrou pela primeira vez no "grau de investimento", quando foi notado em BBB- pela Standards & Poor's e Fitch (Nascimento, 2021). Somente no final de 2009, a Moody's concede esse grau ao país, mesmo tendo lançado manufaturas, ainda no grau especulativo no mesmo ano. Em 2014, o soberano Brasil entra em um estágio de declínio do rating, quando em 2015, pela Standards & Poor's, volta novamente para o "grau especulativo". Entre 2014 e 2017, o país se destaca por um período de quatro anos decrescendo o ranking do rating, o que torna esse período um importante ponto de análises do conteúdo das ACRs. Diante deste exposto, a pesquisa buscou analisar as divergências de informações dos relatórios sintéticos, emitidos pelas Agências de Classificação de Risco Standard & Poor's, Moody's e Fitch, entre o ano de 2014 e 2017.

Pontua-se hipoteticamente que as ACRs lançaram diferentes tipos de informações sobre o estado soberano brasileiro, mesmo quando lançam manufaturas no mesmo período de tempo. Isso reflete que a assimetria de informações que muitas vezes é criada entre credores e mutuários também pode ser difundida pelas próprias ACRs quando disponibilizam informações para o mercado.

Na pesquisa, analisou-se os relatórios analíticos das ACRs pela análise de conteúdo. Posteriormente, em um espaço multidimensional de variáveis e categorias, objetivou-se dados sobre o conteúdo informacional das ACRs. O espaço foi construído através da Análise de Correspondência Simples (AC), com atribuição de "escores" às categorias.

O estudo está dividido em três seções: na seção 2 estão alguns construtos teóricos sobre as ACRs, reputação e assimetria de informações; na seção 3 estão os percursos metodológicos da pesquisa, isto é, como se classifica e quais técnicas de análises utilizadas. Na seção 4, os resultados e análises; e na última seção, as considerações finais e ponderações sobre o estudo.

2. Referencial Teórico

2.1 As Agências de Classificação de Risco e o Rating Soberano

A avaliação de títulos públicos pelas Agências de Classificação de Risco não começou recentemente. As publicações das ACRs sobre títulos iniciam em 1909, quando John Moody's publicou as primeiras classificações de títulos ferroviários. Mais tarde, em 1916, acontece com a Moody's e Poor's Publishing Company; em 1922 com a Standard Statistics Company, e em 1924 com a Fitch Publishing Company (White, 2010).

Já as classificações de risco de soberano iniciam na década de 70 com a Austrália em 1971, Finlândia em 1972 e Suécia em 1977. O Brasil recebeu a primeira classificação de risco em 1986, pela agência Moody's (Nascimento, 2021). Os países emergentes – nos quais se inclui o Brasil – começaram a ter relevância a partir da década de 80, onde passaram ser avaliados pela notória capacidade de investimentos, servindo como novas opção para investidores de todo mundo.

Os investidores dependem das classificações de riscos soberanos para determinar que títulos podem servir como garantia para as suas operações de mercado. Dependendo da classificação, as condições de liquidez dos títulos públicos negociados podem ser afetadas drasticamente, pois revelam as condições do país através dos "spreads", ou oscilações de preços de crédito (Nascimento, 2021). Para Sangiorgi e Spatt (2017), o acesso as informações desempenham um papel importante e condiciona uma força vital sobre a precificação de ativos financeiros no mercado de capitais.

As classificações preveem os riscos de "default" – falência – nos quais os países estão sujeitos por não estarem adequados aos critérios de avaliação das ACRs. No mercado, os

“scores” refletem na sociedade e promove certas características das nações dentro de uma ferramenta categórica simplificada (Fourcade, 2017).

Os Estados classificados no “grau de investimento” estão mais suscetíveis aos investimentos externos, sendo melhores avaliados pelo mercado, pois uma boa avaliação de títulos soberanos é evidenciada. Já os países classificados no “grau especulativo” são objetos de incerteza para os investidores do mercado financeiro, pois não são bem avaliados quanto à sua capacidade financeira, além de provir de riscos de inadimplência (calotes-incumprimentos).

A maioria das classificações revela condições políticas e econômicas dos países em análises qualitativas e quantitativas (Shahzad, 2013; Bichoffe, 2017; Moor, et al., 2018; Moody's, 2019; Fitch, 2019). As classificações do Estado, assim como os títulos públicos, passam por uma avaliação altamente complexa. Com essas avaliações, as condições políticas e econômicas do Estado colocam em evidência a valorização ou desvalorização do mesmo frente ao mercado e investidores.

Envolta de inúmeras variáveis são reveladas as “forças” e “fraquezas” dos países dentro de uma perspectiva política e econômica. Dentre as variáveis econômicas pode-se pontuar, por exemplo, a inflação, o PIB e a dívida externa e alguns índices de emprego/desemprego, ambiente de negócios, estrutura de negócios, risco do setor financeiro (Fitch, 2019; S&P, 2017). Da esfera política pode-se pontuar os fatores-base, provenientes das instituições e do meio ambiente em que o governo atua, como a força das instituições políticas e riscos relacionados ao cenário aos políticos, como corrupção e governabilidade (Fitch, 2019; S&P, 2017).

2.2 As ACRs e a divergência de informações

As ACRs monitoram o “*Rating de Crédito Emissor*” ou “pagador” da própria avaliação, buscando alertar os tomadores do serviço sobre as condições de vulnerabilidade da entidade avaliada. A emissão do relatório mediante estilo de pagamento *issuer-paid*, ou emitente-pagador é o modelo utilizado pelos ACRs, onde o emissor de um título paga pelo serviço e, consequentemente, tem acesso ao relatório.

A maior parte das receitas das agências Moody's, Standard, Poor's e Fitch, são da venda de avaliações de credibilidade aos investidores (White, 2010). Por deterem informações “hard”, isto é, informações numéricas, como séries históricas de preços de ações” (Tsai; Wang, 2017, p. 244), as ACRs direcionam-nas para agentes e entidades do campo econômico, como investidores, instituições financeiras, empresas, governos, Banco Central, bolsa de valores e outras entidades de classificação.

Markoski e Moreira (2010) explicam, contudo, que boa parte dos agentes dos mercados são classificados como “*lag*”, isto é, não são adeptos às classificações das ACRs, pois acreditam que as informações que as agências têm acesso são as mesmas que tem o mercado, além de ser suscetíveis às manipulações. De fato, isso acontece: De acordo com Sangiorgi e Spatt (2017), a maioria das informações nos quais as Agências têm acesso são públicas, o que as torna acessível para muitos agentes do mercado.

Quando se trata de reputação, as consequências das classificações de risco de crédito cedidas pelas ACRs estão enraizadas em momentos importantes de crise econômicas na sociedade. Na literatura, muitos estudos (*ver*: White, 2011; Lugo, Croce & Faff, 2015) sobre as ACRs se voltam para veracidade das informações cedidas e as crises econômicas internacionais que acontecem na sociedade, como a crise do Subprime em 2008.

Como dito, o principal objetivo das ACRs é buscar minimizar os conflitos assimétricos de informações entre emissores de títulos soberanos e investidores. Contudo, mesmo tendo sistemas de avaliação semelhantes, alguns detalhes do processo das classificações podem diferir

entre as ACRs (Ribeiro, 2014; Park & Yoo, 2019), proporcionando notas diferentes para um mesmo país, por exemplo.

A divergência de informações entre as ACRs pode se tornar um gargalo para o mercado que sempre optam pela “supervisão” de qualidade dos títulos soberanos. Divergências entre as ACRs podem acontecer em relação à avaliação do cenário político ou econômico, assim como as perspectivas positivas, negativas ou estáveis de determinado aspecto analisado; outros exemplos são quando uma ou mais ACRs rebaixam um soberano para um grau de investimento e outras/outras não; quando as “notas” divergentes na grade; ou quando no mesmo período de lançamento, apresenta divergências de notas. Em síntese, a assimetria de informações que acontece entre investidores e emissores de títulos é também influenciando pelo que divulga as ACRs.

Há muitos fatores para a divergência de informação entre as Agências de Classificação de Risco e um deles está relacionado aos ciclos das notas concedidas pelas ACRs. Para Broto e Molina (2016), os ciclos de classificação são altamente assimétricos, pois seu comprimento e profundidade (duração e amplitude) diferem dos ‘downgrade’. Isso acontece porque recuperar-se de downgrades é um processo mais lento que exige tempo, contudo, para cair nesse nível, o processo é muito mais rápido. Assim, a análise de cada ACR sobre um determinado soberano muitas vezes é afetada pelo quesito tempo.

As informações nos quais as ACRs têm acesso, também são responsáveis pelas divergências de informações e notações. Em seus estudos, Park e Yoo (2019) apontam que mutuários que tem bom ambiente de informações, diminuem os conflitos de opiniões entre as ACRs.

Enfim, avaliações incorretas pelas ACRs pode ser um importante fator de risco sistemático e sistêmico, dependendo das características da dívida agregada (Sangiorgi & Spatt, 2017), mas a assimetria de avaliação também pode ocasionar confusão e desinformação para os agentes do mercado.

3 Metodologia da pesquisa

A pesquisa é do tipo descritiva (Thomlison, 2001), realizada a partir do método de análise histórica (Rowlinson, 2005), e centrada em uma abordagem qualitativa (Holosko, 2010) e quantitativa (Solomon & Draine, 2010). A pesquisa documental (Silveira & Córdova, 2009) é proveniente de relatórios sintéticos emitidos pelas ACRs ao mercado financeiro.

Os relatórios sintéticos são as alternativas mais acessíveis de disponibilidade de informações para os investidores, websites de conteúdo financeiro e jornalistas, visto que, os relatórios completos das ACRs são limitados a um determinado valor. Esse é um fator limitante para pesquisa e para qualquer pesquisador que busque analisar as ACRs, por serem altamente restritas. Sangiorgi e Spatt (2017) criticam esse modelo de cobrança, por excluir aqueles que não compram por informações.

O recorte histórico da pesquisa inicia em 2014, quando o país perdeu o “grau de investimento” pela Standards & Poor’s, e segue até o ano de 2017, contemplando quatro anos de manutenções – notas e perspectivas – negativas. No Quadro 01, todas as manutenções realizadas pelas ACRs entre 2014 e 2017.

Alteração	Agência	Nota	Ação/manutenções
10/nov/17	Fitch	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
26/mai/17	Moody's	Ba2	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
22/mai/17	Standard & Poor's	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
19/mai/17	Fitch	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
15/mar/17	Moody's	Baa3	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para estável
09/fev/17	Standard & Poor's	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
11/nov/16	Fitch	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
05/mai/16	Fitch	BB	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
24/fev/16	Moody's	Ba2	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para negativa
17/fev/16	Standard & Poor's	BB	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
15/dez/15	Fitch	BB+	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
09/dez/15	Moody's	Baa3	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
15/out/15	Fitch	BBB-	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
09/set/15	Standard & Poor's	BB+	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
11/ago/15	Moody's	Baa3	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para estável
28/jul/15	Standard & Poor's	BBB-	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
09/abr/15	Fitch	BBB	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
23/mar/15	Standard & Poor's	BBB-	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
09/set/14	Moody's	Baa2	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
24/mar/14	Standard & Poor's	BBB-	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para estável

Quadro 1. Notas emitidas no período da pesquisa (2014-2017)

Fonte: Autor (2021). Dados disponíveis nos sites das Agências de Classificação de Risco e também no site do Tesouro Nacional. Disponível em: <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2810:2:0>:

Os relatórios sintéticos apresentam dados e informações consideráveis em um número de páginas que varia de 03 a 13; ao todo foram analisadas 132 páginas de relatórios sintéticos. Esses relatórios normalmente apresentam dois tipos de manutenções: a manutenção de nota do rating, que acontece por meio de “upgrades” (elevação) e “downgrades” (rebaixamentos); e os “outlooks” (perspectivas) que normalmente são avaliadas em “estável” “negativa” “positiva”. Os dois tipos de manutenções ainda podem ser acrescidos com categorias de certificação, como “confirmar”, “afirmar” ou “por em observação” as notas do rating soberano.

Na análise de conteúdo (Bardin, 2011) realizada nos relatórios, foram pontuados inúmeros “assuntos” que caracterizavam questões e problemas da esfera Econômica, Fiscal e Política¹; os **Econômicos** se referem as forças e fragilidades de questões econômicas do país, como indicadores econômicos, cenário econômico, condições macroeconômicas, etc.; o **Fiscal** se refere as fragilidades e forças de questões financeiras e fiscais do país, como orçamentos, indicadores fiscais, como déficit ou superávit fiscal, contas públicas, metas fiscais, etc.; e o **Político** que está associado às questões do cenário político do país, como crises políticas, governabilidade, eventos políticos, corrupção, etc. No Quadro 02, apresenta-se alguns “assuntos” que caracterizam as esferas de análise das ACRs

¹ Embora as avaliações das ACRs considerem o “político” e o “econômico”, foi criada/separada mais uma categoria – fiscal – de modo a pormenorizar as análises.

Econômico
Atividade econômica; Atuação do Banco central; Cenário doméstico; Condições macroeconômicas; Corrupção na Petrobrás; Crescimento econômico; Desempenho econômico; Empréstimos à bancos públicos; Indicadores do PIB; Indicadores econômicos; Mercado doméstico; Mercado externo; Métricas de crédito; Processo de aprovação de reformas; Processo de reforma da previdência; Recessão econômica; Recuperação econômica; Resiliência a choques externos; Sistema bancário capitalizado; Taxa Selic; Condições da Petrobrás; Confiança do investidor; PIB; Economia diversificada; Endividamento familiar; Indicadores de investimento; Mercado de trabalho; Mercado externo - balança comercial; Perfil de crédito; Políticas econômicas; Taxa da inflação; Agenda de reformas; Aprovação da reforma da previdência; Aprovação de reformas.
Fiscal
Condições fiscais; Corte de gastos; Credibilidade fiscal; Ônus da dívida; Déficit fiscal; Juros sobre as receitas; Metas fiscais; Orçamento; Política fiscal; Propostas de medidas fiscais; Taxas básicas de juros; Aprovação de medidas fiscais; Aprovação do Orçamento; Compromisso com medidas fiscais; Despesas do governo; Finanças externas; Finanças públicas; Indicadores da dívida; Indicadores fiscais; Política e ajuste fiscal; Reservas internacionais; Superávit fiscal
Político
Administração do governo Temer; Agenda de reformas do congresso; Ambiente político; Apoio do congresso; Caso Michel Temer; Consenso político; Credibilidade política; Crise política; Dialogo com congresso; Governabilidade; Impeachment de Dilma; Incerteza política; Investigações da lava Jato; Popularidade de Dilma; Impeachment de Dilma; Incertezas políticas; Administração do governo Dilma; Cenário político; Compromisso do governo; Compromisso econômico; Conflito entre governo e congresso; Conflitos partidários; Correção política; Corrupção; Corrupção de políticos e empresas; Decisões políticas; Dialogo no congresso; Eleições presidenciais; Instituições políticas; Transparência do governo.

Quadro 2. As três esferas analisadas e os principais assuntos que os caracterizam
Fonte: Autor, com base na análise de conteúdo dos relatórios sintéticos (2021)

Nos 20 relatórios sintéticos analisados foi possível contar 349 “assuntos” que se distribuem em diferentes manutenções e diferentes períodos; a maioria desses assuntos se repetem quando analisados de uma manutenção para outra, mesmo quando se trata do mesmo período. É importante destacar também que esses “assuntos” são avaliados pelas ACRs com certa positividade, pessimismo ou estabilidade. Deste modo, considerou-se padronizar essas avaliações em três categorias: Positiva, Negativa e Estável, assim como avalia as próprias ACRs

Organização de categorias e variáveis

Dado a particularidade dos dados e número de categorias (assuntos) que complementam as esferas avaliadas pelas ACRs, foram criadas e padronizadas três “variáveis estatísticas” (Hair, et al., 2009). De acordo com os autores, se trata de um “conjunto” de categorias organizadas mediante alocação de “pesos/scores”. Assim, foi criada um Matriz (Johnson & Wichern, 2007) de dados no Excel com 3 colunas (variáveis) e 349 linhas (categorias). As variáveis e categorias foram nomeadas em siglas para facilitar as análises.

Na primeira variável *ESFE*, decidiu-se transformar todos “assuntos” em três categorias únicas: *Econômico*, *Fiscal* e *Político*: Ex: assunto “desempenho econômico”, identificou-se como Econômico (*Eco*); assunto “déficit fiscal”, identificou-se apenas como Fiscal (*Fisc*); e assunto “corrupção”, identificou-se como Político (*Poli*).

As avaliações positivas, negativas e estáveis (*Posi*, *Negat* e *Estav*) também foram incorporadas à variável *ESFE*, dessa forma, se uma categoria Econômica é identificada como Positiva, ela é codificada como “*PosiEco*”, e assim por diante. Em síntese, a variável *ESFE* que identifica, ao mesmo tempo, a esfera analisada e o teor da avaliação foi estruturada em 9 categorias.

- PosiFisc* – Identifica categorias da esfera fiscal avaliada de forma positiva
NegatFisc - Identifica categorias da esfera fiscal avaliada de forma negativa
EstavFisc - Identifica categorias da esfera fiscal avaliada de forma estável
PosiEco - Identifica categorias da esfera econômica avaliada de forma positiva
NegatEco - Identifica categorias da esfera econômica avaliada de forma negativa
EstavEco - Identifica categorias da esfera econômica avaliada de forma estável
PosiPoli - Identifica categorias da esfera política avaliada de forma positiva
NegatPoli - Identifica categorias da esfera política avaliada de forma negativa
EstavPoli - Identifica categorias da esfera política avaliada de forma estável

A variável *AGEN_ANO* identifica a “Agência” e o “Ano” em que a manutenção foi lançada. Essa variável contém 11 categorias, já que a Fitch não lançou relatório em 2014. Em cada categoria podem ser identificadas as categorias da variável anterior.

- Stand2014* - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da S&P em 2014.
Stand2015 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da S&P em 2015.
Stand2016 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da S&P em 2016.
Stand2017 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da S&P em 2017.
Moods2014 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Moody’s em 2014.
Moods2015 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Moody’s em 2015.
Moods2016 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Moody’s em 2016.
Moods2017 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Moody’s em 2017.
Fitch 2015 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Fitch em 2015.
Fitch 2016 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Fitch em 2016.
Fitch 2017 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Fitch em 2017.

A variável *SCORE* são atribuídos os “pesos” de quantas vezes as categorias de *ESFE* foram contadas na *AGEN_ANO*, simultaneamente. Dessa forma, apresenta-se na Tabela, o modelo da organização das variáveis e categorias na Matriz final, com 3 colunas e 99 linhas, onde a soma total do *SCORE* é igual 349.

Tabela 1
Modelo da Matriz de análise

AGEN_ANO	ESFE	SCORE
Stand2014	<i>PosiFisc</i>	1
...	<i>NegatFisc</i>	8
...	<i>EstavFisc</i>	1
...	<i>PosiEco</i>	3
...	<i>NegatEco</i>	3
...	<i>EstavEco</i>	9
...	<i>PosiPoli</i>	1
...	<i>NegatPoli</i>	3
...	<i>EstavPoli</i>	1
<i>Stand2015</i>	...	...
<i>Stand2016</i>	...	...
<i>Stand2017</i>	...	...
<i>Moods2014</i>	...	...
<i>Moods2015</i>	...	...
<i>Moods2016</i>	...	...
<i>Moods2017</i>	...	...
<i>Fitch2015</i>	...	...
<i>Fitch2016</i>	...	...
<i>Fitch2017</i>	...	...
Total		349

Nota. Fonte: Autor (2021)

Cada categoria da variável *ESFE* tem a possibilidade de ser contada uma ou várias vezes em alguma categoria da variável *AGEN_ANO*. A cada referência simultânea, as categorias foram contabilizadas em *SCORE*.

Para a análise da Matriz foi realizada a técnica de Análise de Correspondência (AC), constante na opção ANACOR – Análise de Correspondência Simples – no programa SPSS (*Statistical Package for the Social Science*). A AC é “conhecida como escalonamento ou escore ótimo, média recíproca ou análise de homogeneidade” (Hair, et al., 2009, p. 507).

A AC analisa apenas duas variáveis e suas respectivas categorias, baseados em uma escala de mensuração (score/pesos). Como resultado, a Análise de Correspondência busca analisar o relacionamento entre categorias nominais em um espaço multidimensional. No SPSS foi utilizado a opção “método de padronização simétrico” no qual busca investigar as diferenças ou similaridades entre categorias.

4 Resultados e Análises

O resultado da AC apresentou oito dimensões para análise. A relevância das dimensões pode ser medidas a partir da proporção da inércia, que também pode revelar a contribuição (grau de variância explicada) que cada categoria tem para análise, por meio do cálculo de linha e coluna (Hair, et al., 2009). Na dimensão 1, tem-se a proporção de 42,5% da inércia, enquanto que na dimensão 2, tem-se a proporção de 26,2%. Isso significa que apenas as duas primeiras dimensões explicam 68,7% dos dados no espaço multidimensional. A Tabela 2 mostra a proporção da inércia para cada dimensão.

Tabela 2
Proporção da inércia para cada dimensão.

Dimensão	Inércia	Proporção da inércia	
		Contabilizado	Cumulativo
1	0,393	0,425	0,425
2	0,246	0,266	0,691
3	0,125	0,135	0,826
4	0,107	0,116	0,942
5	0,029	0,032	0,974
6	0,016	0,017	0,991
7	0,006	0,006	0,997
8	0,003	0,003	1,000
Total	0,924	1,000	1,000

Nota. Fonte: Dados da pesquisa (2021). Para proporção em %, multiplica-se os valores por 100.

Uma proporção ideal é que o total da inércia das dimensões corresponda a pelo menos 20,0%, para análise ser considerada compensatória. A AC realizada mostrou que 92,4% da variância total nas dimensões contribuem para explicar os dados, o que torna a análise altamente satisfatória.

Embora o principal fundo explicativo da AC seja que, quanto mais próximos estão as categorias na dimensão mais relacionadas elas são, é notável que se destaque as categorias que tiveram maior relevância na análise através da proporção da inércia por categoria.

A dimensão 1 (horizontal) apresenta dois lados, o esquerdo e o direito: Do lado direito, as categorias das variáveis *AGEN_ANO* e *ESFE* que apresentaram maior inércia foram: *Moodys2015* (0,155 – 15,5%); *Moods2016* (0,084 – 8,4%); *Stand2015* (0,084 – 8,4%); *EstavPoli* (0,147 – 14,7%); *EstavFisc* (0,121 – 12,1%); e *NegatFisc* (0,090 – 9,0%). Do lado

esquerdo se destacam a *Fitch2015* (0,181 – 18,1%); *Fitch2017* (0,072 – 7,2%) e *Moods2014* (0,052 – 5,2%); *EstavEco* (0,147 – 14,7%); *PosiPoli* (0,124 – 12,4%); *PosiEco* (0,105 – 10,5%).

A dimensão 2 (vertical) também apresenta dois lados: o superior e inferior. Do lado superior, as categorias com maior inércia foram: *Fitch2015* (0,181 – 18,1%); *Stand2015* (0,084 – 8,4%); *Stand2016* (0,077 – 7,7%); *PosiEco* (0,105 – 10,5%); *NegatFisc* (0,090 – 9,0%); *NegatPoli* (0,063 – 6,3%). Do lado inferior: *Moodys2015* (0,155 – 15,5%); *Moods2016* (0,084 – 8,4%); *Fitch2016* (0,084 – 8,4%); *EstavPoli* (0,147 – 14,7%); *EstavEco* (0,147 – 14,7%); *PosiPoli* (0,124 – 12,4%). No Gráfico 1 apresenta o espaço multidimensional das variáveis e categorias.

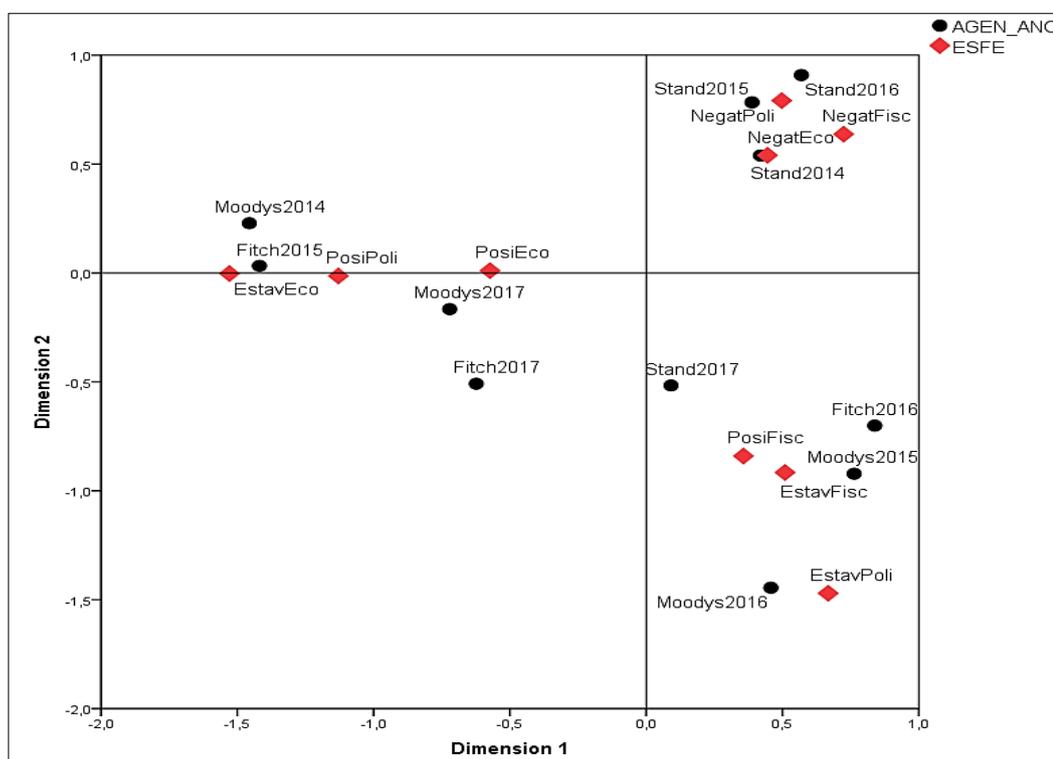


Figura 1. Pontos de colunas e linhas: espaço multidimensional

Fonte: Dados da pesquisa (2021)

As análises mostram que uma categoria pode se aproximar de outra em detrimento de uma ou mais categorias em comum, isto é, que apresentam um melhor relacionamento. Pela análise de relação das categorias entre linhas e colunas foi possível destacar alguns resultados importantes sobre o problema da divergência e convergência de conteúdo, provenientes dos relatórios emitidos pelas ACRs.

A *Stand2014*, *Stand2015* e *Stand2016* são as categorias que mais apresentam similaridades entre si, quando avaliam negativamente as esferas economia, fiscal e política. Embora as avaliações tenham sido lançadas em períodos distintos, a Standards & Poor's mostram simetria de avaliações negativas nos três anos consecutivos, mantendo seu padrão de análise.

O gráfico também mostra que *Stand2015* (0,084 – 8,4%) e *Stand2016* (0,077 – 7,7%) são duas das categorias de maior inércia e, conseqüentemente, tem mais destaque no lado superior da dimensão 2. Pela proximidade das categorias, há maior convergência entre elas mesmas nesses anos, e maior divergência em relação as demais ACRs.

Em uma publicação da Standards & Poor's publicada em 17/02/2016 com título “*Brazil Long-Term Ratings Lowered To 'BB' On Significant Political And Economic Challenges; Outlook Negative*” a Agência ressalta sobre: “Os riscos de execução da política fiscal corretiva que permanecem elevados no curto prazo, devido à incapacidade do governo de aprovar algumas medidas orçamentárias no final de 2015, que agora são complicadas pelo processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff em andamento no Congresso”. O fragmento releva uma condição negativa tanto da situação política encabeçada pela gestão do então governo, quanto da situação fiscal e a incapacidade de o governo resolvê-la por divergências políticas.

As avaliações da Standards & Poor's se destacam das demais por analisar mais negativamente as esferas, mesmo que, em períodos diferentes. Em março de 2014, por exemplo, a Standards & Poor's rebaixou a nota no Brasil para o “grau especulativo” e em 9 de setembro de 2015 rebaixou a nota em mais uma “nota”, mantendo o teor negativo das avaliações. Embora o “grau especulativo” também tenha sido dado pela Fitch no mesmo ano, a Moody's só veio definir esse grau em 2016, afirmando o problema de consenso.

A *Fitch2015* (0,181 – 18,1%) que apresenta maior inércia do lado superior da dimensão 2, se aproxima mais da *Moods2014* quando tratam da esfera econômica de maneira estável (*EstavEco*), e política de forma positiva (*PosiPoli*). Como mostra um relatório publicado pela Fitch em 09 de abril de 2015, com título “*Fitch revises Brazil's rating Outlook to negative; affirms IDRs at “BBB”*”, se nota que a perspectiva mais estável da economia está relacionada a “diversidade econômica” e ao “processo de ajuste econômico” brasileiro. Embora a *Fitch2015* e *Moods2014* se aproximem pela relação com as categorias *EstavEco* e *PosiPoli*, o teor geral de avaliação das Agências nesse período foram mais negativas do que Positiva ou Estável.

Na dimensão 1, lado direito, a *Moody's2015* que tem maior inércia (0,155 – 15,5%) se aproxima mais de *Fitch2016* quando relacionadas pelo aspecto positivo e estável da esfera fiscal do país (*PosiFisc* e *EstavFisc*). Muito da perspectiva positiva da esfera fiscal estavam relacionadas as “reservas internacionais” do Brasil no exterior. As condições de “reservas internacionais” foi um dos aspectos mais positivos analisados por todas as ACRs, sendo este um dos poucos “assuntos” convergentes. Em uma publicação da Moody's 11 de agosto de 2015, com o título “*Moody's rebaixa rating do Brasil para Baa3 de Baa2; perspectiva é alterada para estável*”, a Agência pontua sobre: “a habilidade de suportar choques financeiros externos tendo em vista as abundantes reservas internacionais” (Moody's, 2015, p. 03), ao se referir aos pontos positivos do Soberano brasileiro.

Já a *Moods2017* que se posiciona do lado esquerdo da dimensão 1, tende a ter maior relação com análise positiva do cenário econômico (*PosiEco*). Em um relatório da Moody's de 2017 em que muda a perspectiva da nota para estável de negativa, cita que a decisão foi tomada “devido economia, que apresenta sinais de recuperação, a inflação em queda e o cenário fiscal está mais claro” (Moody's, 2017, p. 01). A ACR justifica que a perspectiva está relacionada à recuperação econômica, devido à atuação do então Governo Temer que investiu em “reformas econômicas” (Ibidem).

Embora a Fitch, Standards & Poor's e Moody's terem lançado avaliações sobre o soberano Brasil em 2016, a *Moods2016* que tem a segunda maior inércia do lado esquerdo da dimensão 1 (0,084 – 8,4%) se diverge por analisar a esfera política como estável (*EstavPoli*), algo contrário à crise política que acontecia em 2016. Esse ano foi marcado por manifestações e uma forte crise política proveniente do processo de Impeachment da Presidente Dilma Rousseff, por acusações de responsabilidade fiscal. Mesmo que a análise geral da *Moods2016* sobre a esfera política tenha sido negativa, diferencia-se das demais *Fitch2016* e *Stand2016* por algum aspecto estável da questão política, o que representa também, certa divergência de conteúdo.

A *Stand2017*, *Moods2017* e *Fitch2017* não apresentam forças consideráveis da inércia no espaço e nem relação próxima a outras categorias. Isso significa que em 2017, ambas as ACRs mantêm uma avaliação diferente das avaliações anteriormente concedidas por elas mesmas e, também, diferentes entre elas pela falta de categorias em comum. Isso é totalmente justificável pela mudança de cenário – e também de governo – entre o ano de 2016 e 2017. Contudo, embora os cenários de um ano para o outro mudem, esperava-se que houvesse mais convergências das avaliações nas esferas de análise, e que as categorias se aproximassem por meio de pelo menos uma categoria em comum.

5 Considerações Finais

A pesquisa buscou analisar divergência de conteúdo dos relatórios sintéticos emitidos pelas Agências de Classificação de Risco Standard & Poor's, Moody's e Fitch, entre o ano de 2014 e 2017. Embora pesquisa não tenha se comprometido estudar dados específicos das avaliações como números econômicos e fiscais, – até pela falta de relatórios completos – a análise de conteúdo foi uma alternativa compensatória para pesquisa.

Os resultados mostram que as Agências de Classificação apresentaram divergências de conteúdo, especialmente porque muitas análises das Agências, mesmo publicando nos mesmos períodos, há algumas diferenças no teor da avaliação em relação as esferas analisadas. Algumas justificativas para esses impasses, como visto, podem estar relacionadas aos métodos de avaliação das próprias ACRs, que diferem entre si (Ribeiro, 2014) e, também, a dificuldade de realizar avaliações confiáveis com informações apresentadas pelos soberanos às ACRs (Park & Yoo, 2019).

Embora a Análise de Correspondência tenha mostrado algumas similaridades de conteúdo, especialmente quando se trata do “pessimismo” das esferas analisadas nos quatro anos, é evidente que a assimetria é mais predominante entre as categorias específicas analisadas.

De modo geral, também se notou uma maior similaridade de conteúdo entre as agências Moody's e Fitch, em períodos distintos, como em *Moods2014* e *Fitch2015*, que se aproximaram por meio da perspectiva mais “positiva” e “estável” da situação política e econômica; ou em *Fitch2016* e *Moods2015*, quando se relacionam pelo positivo e estável da situação fiscal. A similaridade de conteúdo pelas duas ACRs em períodos dispares, contudo, já é uma evidência da divergência entre as ACRs.

A Standard & Poor's foi Agência que mais se destacou nas análises. Enquanto é a mais distante em relação às demais agências de classificação de risco, deteve maior convergência de informações entre si, mesmo quando analisadas em anos distintos, como 2014, 2015 e 2016, mantendo o percurso negativo em relação as esferas políticas, fiscais e econômicas.

A hipótese de que as ACRs lançaram diferentes tipos de informação, mesmo quando considerado o mesmo período de lançamento de manutenção, foi confirmada. Com poucas categorias, a pesquisa mostrou que a assimetria de informações das Agências de Classificação de Risco acontece entre elas mesmo, algo esperado devido a desigualdade dos períodos, mas também entre elas em relação às outras, caracterizando assimetria de informação.

Esperava-se que mesmo divergentes, as ACRs não tivessem tanta discordância para elevar ou rebaixar “notas” e “perspectivas” em quatro anos, uma vez que ambas publicaram manutenções em todos os anos analisados. Isso reflete que a assimetria de informações que muitas vezes é criada entre credores e mutuários (Ahn, Bonsall & Van Buskirk, 2014) também pode ser difundida pelas próprias ACRs quando disponibilizam informações para o mercado. Esse problema pode indicar um círculo vicioso, no qual a assimetria de informações entre credores e mutuários não finda, apenas muda a fonte de informação, isto é, as ACRs.

Por esse motivo, sugere-se como estudos posteriores, que se estenda a proposta da pesquisa com a inclusão de informações e dados empíricos mais robustos, analisados por meio da Análise de Correspondência Múltiplas (ACM). Recomenda-se também que haja um comparativo sobre “o quê” e “que tipo” de informações tem o mercado sobre o rating soberano e aquele que é difundido pelas ACRs.

Referências

Ahn, M., Bonsall, S., & Van Buskirk, A. (2014). Asymmetric disclosure to credit rating agencies. *University of Texas Working Papers*, (3 (8)).

Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo*. Tradução: Luís Antero Reto, Augusto Pinheiro. São Paulo: Edições 70.

Bichoffe, A. C. (2017). *Métricas sobre o Estado: por uma sociologia da classificação do risco de crédito soberano Brasileiro*. Tese (Doutorado em Ciência política), Universidade Federal De São Carlos, São Carlos, São Paulo, Brasil. Disponível em: <https://repositorio.ufscar.br/handle/ufscar/9505>

Broto, C., & Molina, L. (2016). Sovereign ratings and their asymmetric response to fundamentals. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 130, 206-224.

Drago, D., & Gallo, R. (2017). The impact of sovereign rating changes on the activity of European banks. *Journal of Banking & Finance*, 85, 99-112.

Fitch (2015). *Fitch revises Brazil's rating Outlook to negative; affirms IDRs at “BBB”*. Disponível em: www.fitchrating.com/site/pr/982682. Acesso em: 23 jan 2021.

Fitch. (2015). *Fitch revises Brazil's rating Outlook to negative; affirms IDRs at “BBB”*. Disponível em: www.fitchrating.com/site/pr/982682. Acesso em: 23 jan 2021.

Fitch. (2019). *Sovereign Rating Criteria*. Metodologia. Global: Fitch Ratings. Disponível em: <https://www.fitchratings.com/site/re/10072225>. Acesso em: 23 jan 2021.

Fourcade, M. (2017). State metrology: The rating of Sovereigns and the judgment of Nations. In: Morgan, K, J; Orloff, A, S. *The many hands of state: Theorizing political Authority and Social Control*. Cambridge Universe Press.

Hair, J. F. et al. (2009). *Análise multivariada de dados* [recurso eletrônico]. Tradução Adonai Schlup Sant'Anna. – 6. Ed. Porto Alegre: Bookman.

Holosko, M. J. (2010). Overview do qualitative reaserch methods. In: Thyer, B. *The Handbook of Social Work Research Methods*. SAGE publications.

Johson, R. A., & Wichern, D. W. (2007). *Applied multivariate statistical analysis*. 6. ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall.

- Kemper, K. J., & Mortenson, K. (2020). Procyclical ratings and market reactions. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, 100830.
- Kiff, J., et al. (2010). The uses and abuses of sovereign credit ratings. *Global Financial Stability Report*, 10, 85-122.
- Langohr, H. M., & Langohr, P. (2008). *The rating agencies and their credit ratings: what they are, how they work and why they are relevant*. England: John Wiley & Sons.
- Lugo, S, Croce, A., & Faff. (2015). Herding behavior and rating convergence among credit rating agencies: Evidence from the subprime crisis. *Review of Finance*, 19(4), 1703-1731.
- Markoski, A, S., & Moreira, R. M. (2010). Efeitos do rating soberano brasileiro sobre o Ibovespa: observações entre janeiro de 1994 e junho de 2003. *Revista do BNDES*, 33, 177-232.
- Moody's. (2014). *Moody's altera perspectiva do rating do Brasil para negativa, de estável; afirma o rating Baa2 dos títulos do governo*". www.moody's.com. Acesso em 06 jan 2021.
- Moody's. (2015). *Moody's rebaixa rating do Brasil para Baa3 de Baa2; perspectiva é alterada para estável*". www.moody's.com. Acesso em: 06 jan 2021.
- Moody's. (2017). *Rating Action: Moody's altera perspectiva do rating de emissor Ba2 do Brasil para estável de negativa*. Disponível em: www.moody's.com. Acesso em 06 nov 2020.
- Moody's. Metodologias de ratings soberanos. Brazil: Moody's Investors Service, 2019. Disponível em: <https://www.moody's.com/researchandratings?lang=pt&cy=bra>. Acesso em: 20 jan 2021.
- Moor, L. D, et al. (2018). Subjectivity in sovereign credit ratings. *Journal of Banking and Finance*, 88, 366–392.
- Nascimento, R. N. (2021). *O rating soberano na cobertura do jornalismo econômico digital: a homogeneidade categórica dos veículos de comunicação e a homologia entre o campo econômico e o do jornalismo*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Tocantins, Palmas, Tocantins, Brasil.
- Park, H., & Yoo, Y. (2019). Differences among Credit Rating Agencies and the Information Environment. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(2), 25-32.
- Ribeiro, G. (2014). Onde está a credibilidade das agências de rating? *Revista Ensaios & Diálogos* (7), 58-72.
- Rowlinson, M. (2005). *Historical research methods*. Research in organizations: Foundations and methods of inquiry. San Francisco, CA: Berett-Kohler Publishers.
- Sangiorgi, F., & Spatt, C. S. (2017). The economics of credit rating agencies. *Foundations and Trends in Finance*, 12, 1-116.

Shahzad, K. (2013). *Credit Rating Agencies, Financial Regulations and the Capital Markets* (No. EPS-2013-283-F&A).

Silveira, D. T., & Córdova, F. P. (2009). A pesquisa científica. In: Gerhardt, T. E., & Silveira, D. T. *Métodos de pesquisa*. Porto Alegre: Editora da UFRGS.

Solomon, P., & Draine, J. (2010). An overview of quantitative research methods. In: Thyer, B. *The Handbook of Social Work Research Methods*. SAGE publications.

Standards & Poor's. (2016). *Brazil Long-Term Ratings Lowered To 'BB' On Significant Political And Economic Challenges; Outlook Negative*. Disponível em: www.standardandpoors.com/ratingexpress. Acesso em 07 nov. 2020.

Standards & Poors.(2017). *Metodologias de ratings soberanos*. S&P Global Ratings. Disponível em: <https://is.gd/K2cftg>. Acesso em: 26 jan 2021.

Thomlison, B. (2001). Descriptive studies. In: Thyer, B. *The Handbook of Social Work Research Methods*. Florida State University, USA, SAGE Publications, Inc.

Tsai, M., & Wang, C. (2017). On the risk prediction and analysis of soft information in finance reports. *European Journal of Operational Research*, 257, 243–250.

White, L. J. (2010). Markets: The credit rating agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-26.

White, L. J. (2011). The credit-rating agencies and the subprime debacle. In: Friedman, J. *What Caused the Financial Crisis*. University of Pennsylvania Press.

White, L. J. (2018). The credit rating agencies and their role in the financial system. In: Brousseau, E. et al. *Oxford Handbook on Institutions, International Economic Governance, and Market Regulation*. Oxford University Press.