

Finanças

Comparando os conceitos de *Sovereign credit ratings* emitidos pelas principais agências.

AUTORES

ANTÔNIO ANDRÉ CUNHA CALLADO

Universidade Federal de Pernambuco
andrecallado@yahoo.com.br

CHARLES ULISES DE MONTREUIL CARMONA

Universidade Federal de Pernambuco
charles_carmona@yahoo.com.br

ADILSON CELESTINO DE LIMA

Universidade Federal de Pernambuco
celestelima@uol.com.br

Resumo

Com a internacionalização dos mercados de capitais e o surgimento de novas modalidades de títulos de crédito a importância relativa da análise do risco de crédito vem aumentando, tanto para credores quanto para emitentes de títulos. O objetivo deste artigo foi analisar as diferenças entre os conceitos de *credit rating* emitidos pelas agências *Moody's* e *Standard & Poor's* em busca de evidências empíricas que possam corroborar ou refutar se as diferenças entre suas médias podem ser estatisticamente significativas. Buscou-se estabelecer as diferenças significativas entre os diversos conceitos de risco de crédito publicados pela *Moody's* e *Standard & Poor's* referentes aos países das diversas regiões do planeta. As amostras foram obtidas através das grades de conceitos de risco de crédito soberano de ambas agências. Esses conceitos se referem a setembro de 1999 e outubro de 2005. Os conceitos de risco de crédito foram convertidos para uma escala ordinal. O teste de Mann-Whitney U foi utilizado através do aplicativo *STATISTICA for Windows*. Os resultados mostraram que apenas as diferenças entre os conceitos de risco de crédito referentes aos países localizados na América Latina se mostraram estatisticamente significativas.

Abstract

The objective of this paper is to analyze the sovereign credit rating definitions pointed by the most important credit rating agencies. This article aimed to establish significant differences

among the credit rating definitions from Moody's and Standard & Poor's related to countries located all around the world. The samples were defined from the Country Ceilings list available in the website of each agency. These rating definitions used in this research were published in September of 1999 and October of 2005. As ratings definitions are nominal variables, data was transformed into an ordinal scale. The Mann-Whitney U test was performed by *STATISTICA for Windows* to identify significant differences. The result pointed out that sovereign credit ratings related to Latin-American Countries showed significant differences.

Palavras-chave: Risco de crédito. Finanças Internacionais. Análise de Risco.

1. Introdução

Com a internacionalização dos mercados de capitais e o surgimento de novas modalidades de títulos de crédito a importância relativa da análise do risco de crédito vem aumentando, tanto para credores quanto para emitentes de títulos.

Uma análise do risco de crédito em escala global pressupõe uma análise consistente e disciplinada que facilite a avaliação de qualquer entidade dentro de seu contexto econômico doméstico, através da ponderação de inúmeras variáveis sobre seu país expressando o risco em uma escala comparando entre ativos com qualidade de crédito equivalente.

Sobre estas perspectivas globais, *Standard & Poor's* (1999-b) afirma que as atividades de análise de crédito internacional para uma entidade são conduzidas por equipes que combinam o conhecimento sobre o país específico com a indústria na qual a entidade atua.

Para a análise do risco de crédito em moeda estrangeira, as agências definem uma opinião corrente sobre a capacidade geral que um emitente e títulos possui em honrar seus compromissos financeiros, considerando também a influência dos fatores de risco do país incluindo as reservas cambiais, o controle da remessa de divisas ou outras imposições que possam restringir o pagamento de débitos externos.

As principais agências têm ampliado suas atividades para a análise do risco de crédito relativa a títulos emitidos por Países. Esta apreciação de risco é responsável pela definição dos riscos de crédito soberano.

Quando um governo solicita uma classificação de risco a uma agência de análise do risco de crédito, seu objetivo consiste na redução da incerteza sobre exposição a riscos para os investidores internacionais em relação a títulos emitidos por empresas localizadas no país facilitando seu acesso ao mercado internacional de capitais.

Haque, Mathieson e Mark (1997) comentam a evolução recente ocorrida no processo de avaliação da análise do risco de crédito afirmando que algumas empresas prestadoras deste serviço começaram a compilar e publicar *credit ratings* para países, na tentativa de estimar os riscos envolvidos em emprestar para eles - em particular, a probabilidade associada a um determinado País sobre o não cumprimento de suas obrigações de serviço de dívida.

O gráfico 1 mostra o volume de análise do risco de crédito soberano nos mercados emergentes entre 1986 e 1999 discriminando a participação relativa para cada uma das categorias de risco.

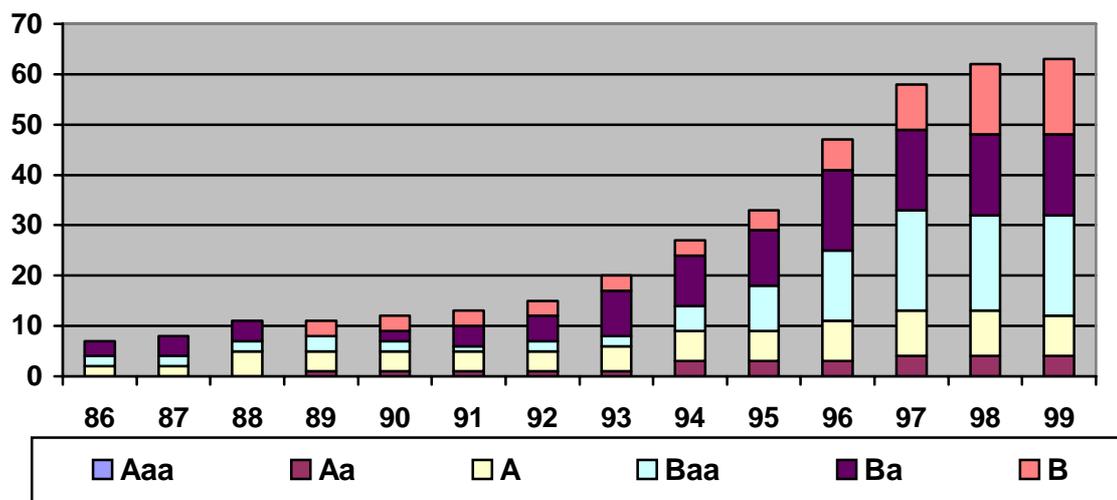


Gráfico 1 – Número de análises do risco de crédito soberano por categoria – 1986/1999.
 Fonte: Adams, Mathieson e Schinasi, 1999.

Adams, Mathieson e Schinasi (1999) atestam que neste período um número cada vez maior de avaliações sobre o risco soberano nestes mercados emergentes foi responsável pela emissão de papéis no mercado global de títulos e o fluxo de capitais para *portfolios* cresceu de US\$ 117 bilhões em 1993 para US\$ 286 bilhões em 1997.

Do mesmo modo que as demais modalidades de análise do risco de crédito, o risco de crédito soberano representa uma avaliação da probabilidade relativa sobre um determinado devedor em honrar suas obrigações financeiras acertadas em função dos termos definidos na operação financeira original.

O objetivo deste artigo é analisar as diferenças entre os conceitos de *credit rating* emitidos pelas agências *Moody's* e *Standard & Poor's* em busca de evidências empíricas que possam corroborar ou refutar se as diferenças entre suas médias podem ser estatisticamente significativas.

2. Aspectos Conceituais sobre *Credit Ratings*

Desde o final da década de oitenta, a demanda por informações relacionadas à análise de *credit ratings* tem aumentado drasticamente no mercado financeiro internacional. O crescimento da importância das agências de *credit rating* e de suas avaliações de risco está associado à busca de avaliações financeiras contidas em suas categorias de risco.

Um conceito de *credit rating* é uma opinião sobre a probabilidade, dado um certo investimento realizado, associada a perdas financeiras. É uma opinião sobre a credibilidade

geral de um emissor de títulos ou de sua credibilidade em relação a uma certa obrigação financeira em particular.

A relevância das informações e julgamentos sobre risco divulgados pelas agências de análise de risco de crédito está relacionada ao desejo e intenção dos investidores em aceitá-las. Para manter sua credibilidade, as agências baseiam seus serviços nos seguintes princípios básicos: Independência; Objetividade; Credibilidade; Transparência.

As atividades de avaliação de risco de crédito se desenvolveram no início do século XX, diminuíram até o período posterior a segunda guerra mundial, mas voltaram a crescer até alcançar o patamar atual. O gráfico 2 mostra a evolução no número de emissores classificados pela *Moody's* onde se percebe um crescimento das entidades não domiciliadas nos EUA a partir de 1990.

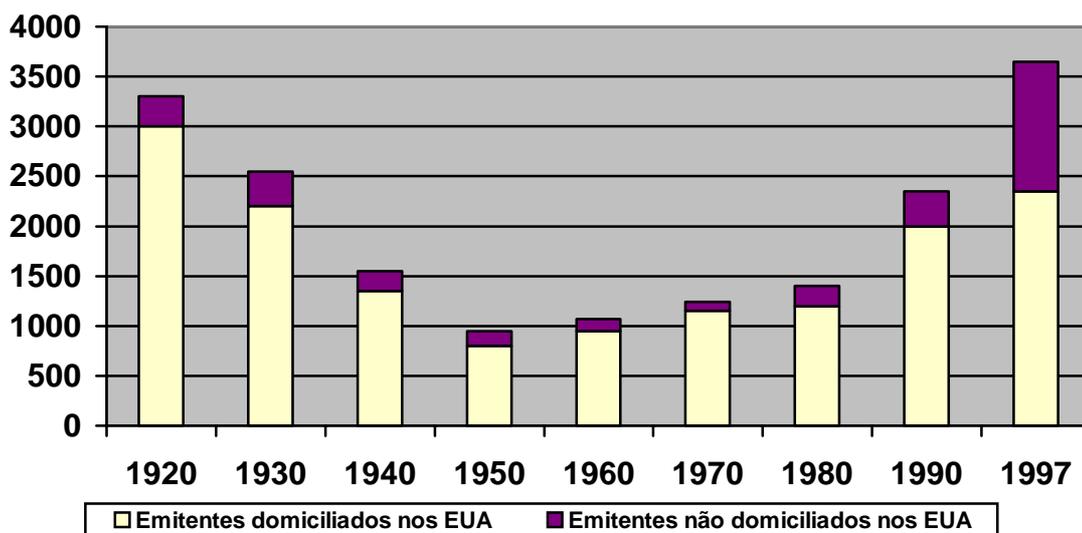


Gráfico 2 – Emitentes classificados pela Moody's – 1920/97.

Fonte. Caouette, Altman e Narayanan, 1999.

Desde então, as agências têm expandido o escopo de suas análises de risco de crédito, avaliando e classificando diversas modalidades de instrumentos financeiros, dentre os quais se destacam: *Bônus e Notes*; Certificados de depósito; Ações; Derivativos; Empréstimos bancários sindicalizados; *Commercial papers*.

A demanda por informações relacionadas à análise de risco tem aumentado no mercado financeiro internacional. A partir desta demanda por informações mais precisas sobre a avaliação do risco, alguns mecanismos para mensuração, monitoramento e avaliação do risco têm sido

amplamente utilizados, desde metodologias desenvolvidas para atender a esta finalidade até a construção de indicadores de mercado relacionados a certos tipos de risco.

Caouette, Altman e Narayanan (2000), comentam sobre a crescente importância das agências avaliadoras de *credit rating* através das demandas por suas avaliações de risco, bem como a adoção de indicadores de mercado alternativos para expressar o risco associado a um certo devedor ou modalidade de dívida, tais como pontos básicos que refletem a atual perspectiva que os investidores atribuem para as avaliações financeiras.

Saunders (2000) comenta sobre as especificidades da metodologia de avaliação de risco dessas agências afirmando que os sistemas de classificação devem considerar aspectos individuais e particulares relacionados a cada emissor de títulos ou tomador de empréstimos avaliado.

Dentre as diversas agências de avaliação de risco de crédito que atuam no âmbito do mercado internacional de capitais desatacam-se as seguintes:

- *Moody's Investor Service*;
- *Standard & Poor.*;

Sobre a relevância do risco de crédito soberano, Cantor e Packer (1996) consideram que eles são importantes não somente por que alguns dos maiores emissores de títulos no mercado internacional são governos nacionais, mas também por que esses conceitos de risco afetam o risco de crédito para tomadores de empréstimo de mesma nacionalidade.

As características dos termos e condições das operações financeiras realizadas pelos investidores estrangeiros, através de suas decisões quanto à alocação de recursos financeiros, têm sido decisivas para a determinação da escala e da composição dos fluxos de capitais para os Países em desenvolvimento ao longo da década de noventa.

Sobre a relevância dos indicadores de risco soberano neste processo, Adams, Mathieson e Schinasi (1999) revelam que eles possuem grande responsabilidade e impacto tanto sobre os custos de captação quanto no desejo expressado pelos investidores institucionais em manter determinados ativos em seu poder.

A partir dos conceitos de *credit ratings* relativos aos diversos países emitidos pelas agências de classificação de risco é elaborada uma Grade de Risco de Crédito (*Country Ceiling*). *Moody's* (2005) comenta diversos aspectos relacionados às características relacionadas à Grade de Risco de Crédito, a saber:

- Representa a análise do risco de crédito em moeda estrangeira que um emitente de títulos pode receber quando está sujeito a interferências governamentais;

- Indica para o emitente de títulos seu mais alto risco de crédito com a menor transferência de riscos;
- Aponta a análise do risco de crédito do próprio País.

Segundo Adams, Mathieson e Schinasi (1999), as práticas de análise do risco de crédito tendem a se diferenciarem, mas as abordagens adotadas pelas duas maiores agências (*Moody's* e *Standard and Poor's*) são representativas dos procedimentos mais comuns.

Estas duas agências têm enfrentado a concorrência das agências menores, mais recentes e mais especializadas, principalmente na Europa e nos mercados emergentes.

Para a análise dos fatores associados ao risco de crédito e definição de sua classificação, as agências adotam procedimentos operacionais sequenciais que têm por finalidade avaliar e classificar o risco associado a um emitente ou a um título específico, obedecendo as seguintes etapas:

Etapa 1 – Solicitação da avaliação;

Etapa 2 – Definição do grupo de análise responsável pelo processo;

Etapa 3 – Reunião inicial do grupo de trabalho;

Etapa 4 – Reunião para apresentação preliminar da avaliação, bem como do conceito a ser emitido;

Etapa 5 – Apelação por parte do solicitante mediante a apresentação de novos dados ou esclarecimentos adicionais relevantes;

Etapa 6 – Divulgação pública do conceito de *rating*;

Etapa 7 – Monitoramento.

Antes de tornar pública a classificação definida, a agência comunica sua decisão para a entidade, bem como os parâmetros que dão suporte a ela. Deste modo, ela poderá apelar para uma revisão, desde que sejam fornecidos subsídios adicionais que fundamentem seu pedido.

Finalmente, o monitoramento é realizado por um período máximo de três anos, onde os analistas responsáveis pela definição da análise de risco de crédito recebem periodicamente relatórios sobre o desempenho da entidade podendo revisar esta classificação após doze meses. Para dar uma melhor compreensão sobre os riscos associados a cada uma das classificações são apresentados no quadro 1 os símbolos referentes às classificações de *credit rating* das agências *Moody's* e *Standard & Poor's*.

Quadro 1 – Símbolos de risco de crédito em escala global.

Moody's		Standard and Poor's	
longo prazo	curto prazo	longo prazo	curto prazo
Aaa	Prime-1	AAA	A-1
Aa		AA	
A	Prime-2	A	A-2
Baa	Prime-3	BBB	A-3
Ba	Not Prime	BB	B
B		B	
Caa		CCC	
Ca		CC	C
C		C	
		D	D

Fonte: *Moody's Investor Service e Standard & Poor's*.

Nota 1: As categorias adotadas pela Moody's variam entre 1,2 e 3 de Aa para Caa.

Nota 2: As categorias adotadas pela Standard & Poor's variam entre + ou - de AA para C.

Para entender a complexidade do processo de avaliação e classificação de um determinado *rating* é importante ressaltar a presença de alguns aspectos subjetivos associados a uma opinião sobre um evento futuro. A análise de risco não se restringe a nenhum modelo quantitativo específico, mas é composto por diversos fatores qualitativos associados ao estudo em questão.

Cantor e Packer (1995) sugerem que, apesar dos atributos diferentes para as categorias equivalentes, os resultados da avaliação de *credit rating* soberano destas agências sejam bastante aproximados.

A subjetividade deste processo é admitida por *Moody's* (1999-a) quando afirma que julgamentos de longo prazo envolvem tantos fatores particulares que a tentativa de reduzir *credit rating* a uma fórmula metodológica seria distorcido e provocaria erros.

Sobre a definição de uma análise de risco de crédito, *Standard & Poor's* (1999-a) aponta sua classificação somente após dispor de informações adequadas para formar uma opinião confiável e após análises qualitativas, quantitativas e legais.

3. Aspectos Metodológicos

3.1 Escopo da pesquisa e dados utilizados

Para a realização deste estudo comparativo sobre os conceitos de *credit rating* emitidos pelas agências *Moody's* e *Standard & Poor's* foram utilizados os conceitos de *sovereign ratings* divulgados através dos *Country Ceilings* disponíveis em seus sites oficiais, respectivamente, www.moody.com e www.standardandpoors.com.

Os dados coletados sobre os conceitos de *sovereign ratings* emitidos pela agência *Moody's* são referentes a 1999 (capturado em setembro de 1999) e 2005 (capturado em dezembro de 2005). Os dados coletados sobre os conceitos de *sovereign ratings* emitidos pela agência *Moody's* são referentes a 1999 (capturado em julho de 1999) e 2005 (capturado em Janeiro de 2006).

3.2 Método de análise

Considerando o objetivo proposto, foram utilizados métodos distintos para ordenar e tabular os dados coletados, bem como para realizar os testes de significância sobre os diferentes resultados encontrados.

Para a ordenação dos dados, foi utilizado o método da sobreposição das respectivas médias inerentes a cada um dos exercícios fiscais comparados obtidas pelas estatísticas descritivas visando identificar semelhanças e diferenças existentes entre o comportamento das amostras investigadas.

Estas médias foram calculadas a partir dos escores individuais obtidos por todos os conceitos de *credit rating* emitidos pelas agências considerando escalas de pontuação apresentadas pelo quadro 2. Para a *Moody's*, esta escala variou de 1 (pontuação referente ao conceito Caa) para 25 (pontuação referente ao conceito Aaa). Para a *Standard & Poor's*, a escala variou de 1 (pontuação referente ao conceito C) para 25 (pontuação referente ao conceito AAA).

Em seguida, foi testada a significância estatística das diferenças encontradas entre as duas amostras comparadas. Dadas as circunstâncias metodológicas acerca das amostras da pesquisa, foi utilizado o teste não-paramétrico de *Mann-Whitney U* para a realização desta tarefa.

Sobre os testes não-paramétricos, Bisquerra, Sarriera e Martinez (2004) apontam que a estatística não-paramétrica é definida como sendo o conjunto de provas que se aplicam sem necessidade de fazer qualquer tipo de suposições sobre as distribuições ou origem das variáveis que estão sendo estudadas. Levin (1987) afirma que os testes não paramétricos possuem atributos operacionais que não exigem normalidade de distribuição ou nível intervalar de mensuração. Para Stevenson (1986), os testes não-paramétricos são

recomendados quando as hipóteses exigidas por outras técnicas não são satisfeitas, ou quando não é possível verificar estas hipóteses devido ao pequeno tamanho das amostras.

Para testar as diferenças das médias, foram consideradas três perspectivas distintas, a saber:

- Diferenças entre as médias referentes aos conceitos de *credit ratings* soberanos emitidos por *Moody's* e *Standard & Poor's* referentes a em 1999;
- Diferenças entre as médias referentes aos conceitos de *credit ratings* soberanos emitidos por *Moody's* e *Standard & Poor's* referentes a 2005.

Os procedimentos foram realizados através do auxílio do aplicativo estatístico *STATISTICA for Windows*.

4. Apresentação e Análise dos Resultados

Inicialmente, foram realizados os cálculos que pudessem mensurar e testar as diferenças entre as médias referentes aos escores dos conceitos de *credit rating* soberanos emitidos pelas agências *Moody's* e *Standard & Poor's* para o ano de 1999. Os valores médios obtidos estão apresentados na tabela 1.

Tabela 1 - Escores médios referentes aos conceitos de *Credit Rating* emitidos pelas agências *Moody's* e *Standard & Poor's* (1999).

	Média Moody's	Média S&P	Desv-Pad Moody's	Desv-Pad S&P
Geral	15,20690	17,02439	4,423853	4,089546
América Latina	12,00000	15,16667	2,730301	2,316607
Ásia e Oceania	16,73333	18,10000	4,682287	5,021067
Europa e América do Norte	16,00000	18,12500	4,351245	4,240676
Oriente Médio e África	15,40000	15,11111	4,420730	2,758824

Fonte: Cálculos próprios

De acordo com os resultados obtidos, pode-se observar que, excetuando dos escores médios apresentados para os países localizados no Oriente Médio e África, todos os demais escores médios se mostraram superiores para os conceitos de *credit rating* emitidos pela agência *Standard & Poor's*.

Estes resultados não são suficientes para dar sustentação ao entendimento de que as avaliações de *rating* elaboradas pela agência *Moody's* sejam mais rigorosas ou que ela possua uma postura mais conservadora considerando os dados de 1999.

Em busca de respostas mais consistentes sobre esta questão, estas diferenças foram testadas através do teste *Mann-Whitney U*. Os resultados estão apresentados na tabela 2.

Tabela 2 - Significância estatística das diferenças dos escores de *Credit Ratings* através do teste de *Mann-Whitney U* (1999).

	U	Z	p Moody's	Z	p S&P	N Moody's	N S&P
Geral*	907,5000	-1,99969	0,045534	-2,00722	0,044727	58	41
América Latina*	11,5000	-2,29464	0,021755	-2,31139	0,020812	12	6
Ásia e Oceania	59,5000	-0,85979	0,389908	-0,86345	0,387893	15	10
Europa e América do Norte	90,5000	-1,41333	0,157558	-1,42434	0,154349	16	16
Oriente Médio e África	58,0000	0,56647	0,571074	0,56970	0,568882	15	9

Fonte: Cálculos próprios

Nota: * Diferenças estatisticamente significativas ao p de 5%.

Considerando individualmente as diversas regiões, pode-se observar que apenas as diferenças obtidas entre os escores dos conceitos de *credit rating* emitidos pela *Moody's* e pela *Standard & Poor's* referentes à América Latina se mostraram estatisticamente significativos. Como as diferenças obtidas pelos escores médios gerais também se mostraram estatisticamente significativas, pode-se argumentar que a magnitude da discrepância localizada nos conceitos de *credit rating* para os países da América Latina seja tal que tenha sido responsável por este resultado.

Em seguida, foram realizados os cálculos que pudessem mensurar e testar as diferenças entre as médias referentes aos escores dos conceitos de *sovereign credit rating* emitidos pelas agências *Moody's* e *Standard & Poor's* para o ano de 2005. Os valores médios obtidos estão apresentados na tabela 3.

Tabela 3 - Escores médios referentes aos conceitos de *Credit Rating* emitidos pelas agências *Moody's* e *Standard & Poor's* (2005).

	Média Moody's	Média S&P	Desv-Pad Moody's	Desv-Pad S&P
Geral	17,00000	18,07547	5,159430	3,756272
América Latina	11,50000	15,22222	4,531372	2,587362
Ásia e Oceania	17,57895	18,00000	5,620555	4,045199
Europa e América do Norte	20,04762	20,00000	4,587768	3,670652
Oriente Médio e África	17,12500	17,08333	3,030402	2,778434

Fonte: Cálculos próprios

Pode ser verificado que os resultados obtidos se assemelharam aos resultados referentes aos escores médios dos conceitos de *credit rating* de 1999. Os escores médios referentes aos países localizados no Oriente Médio e África, bem como dos países localizados na Europa e na América do Norte para os conceitos de *credit rating* emitidos em 2005 pela agência *Standard & Poor's* foram maiores do que os escores referentes à *Moody's*, embora as diferenças tenham sido pequenas. Novamente, as diferenças foram testadas através do teste *Mann-Whitney U*. Os resultados estão apresentados na tabela 4.

Tabela 4 - Significância estatística das diferenças dos escores de *Credit Ratings* através do teste de *Mann-Whitney U* (2005)

	U	Z	p Moody's	Z	p S&P	N Moody's	N S&P
Geral	1688,000	-1,09907	0,271740	-1,10288	0,270082	72	53
América Latina*	37,500	-1,95318	0,050799	-1,96761	0,049114	16	9
Ásia e Oceania	107,500	-0,26361	0,792081	-0,26527	0,790799	19	12
Europa e América do Norte	198,000	0,31298	0,754293	0,31777	0,750662	21	20
Oriente Médio e África	93,500	0,11606	0,907605	0,11683	0,906995	16	12

Fonte: Cálculos próprios

Nota: * Diferenças estatisticamente significativas ao p de 6%.

Pode-se observar que apenas as diferenças obtidas entre os escores dos conceitos de *credit rating* emitidos pela *Moody's* e pela *Standard & Poor's* referentes à América Latina se mostraram estatisticamente significativos. Estes resultados podem significar que ao longo do período entre 1999 e 2005, os conceitos de *credit rating* emitidos pelas agências reduziram suas discrepâncias.

Deve ser ressaltado que o ano de 1999 ainda estava envolvido com as conseqüências das crises financeiras que abalaram o mercado financeiro internacional (crises russa e crise asiática) e que trouxeram dificuldades econômicas para os países emergentes.

Para dar uma visão mais particular sobre a evolução dos conceitos de *credit rating* emitidos pelas agências *Moody's* e *Standard & Poor's*, foram realizados os cálculos que pudessem mensurar e testar as diferenças entre as médias referentes aos escores dos conceitos de *credit rating* soberanos emitidos por cada uma delas considerando os anos de 1999 e 2005. Os valores médios obtidos para a *Moody's* estão apresentados na tabela 5.

Tabela 5 - Escores médios referentes aos conceitos de *Credit Rating* emitidos pela *Moody's* (1999-2005).

	Média 1999	Média 2005	Desv-Pad. 1999	Desv-Pad. 2005
Geral	15,20690	17,00000	4,423853	5,159430
América Latina	12,00000	11,50000	2,730301	4,531372
Ásia e Oceania	16,73333	17,57895	4,682287	5,620555
Europa e América do Norte	16,00000	20,04762	4,351245	4,587768
Oriente Médio e África	15,40000	17,12500	4,420730	3,030402

Os resultados obtidos mostram que, excetuando para os países localizados na América Latina, os escores médios das demais regiões se elevaram. Estes resultados indicam que a *Moody's* rebaixou os conceitos de sovereign *credit ratings* dos países latino-americanos dentro do intervalo de tempo considerado, enquanto os conceitos de *credit rating* soberanos referentes às demais regiões se elevaram.

Em seguida, foram realizados os cálculos que pudessem mensurar e testar as diferenças entre as médias referentes aos escores dos conceitos de *credit rating* soberanos emitidos pela *Moody's*. Os valores médios obtidos estão apresentados na tabela 6.

Tabela 6 - Significância estatística das diferenças dos escores médios da *Moody's* através do teste de Mann-Whitney U.

	U	Z	p 1999	Z	p 2005	N 1999	N 2005
Geral*	1642,500	-2,08652	0,036932	-2,09139	0,036493	58	72
América Latina	94,500	0,06964	0,944484	0,07005	0,944155	12	16
Ásia e Oceania	127,500	-0,52027	0,602879	-0,52251	0,601318	15	19
Europa e América do Norte*	78,000	-2,75913	0,005796	-2,77313	0,005552	16	21
Oriente Médio e África	95,500	-0,96845	0,332822	-0,97376	0,330175	15	16

Fonte: Cálculos próprios

Nota: * Diferenças estatisticamente significativas ao p de 5%.

Pode-se observar que as diferenças obtidas entre os escores globais dos conceitos de *credit rating* e dos países localizados na Europa e na América do Norte se mostraram estatisticamente significativos. Estes resultados indicam que, pela visão desta agência, apenas os países localizados nesta região apresentaram melhoras significativas sobre sua percepção de risco soberano.

Finalmente, foram realizados os cálculos para mensurar e testar as diferenças entre as médias referentes aos escores dos conceitos de *credit rating* soberanos emitidos por cada uma

delas considerando os anos de 1999 e 2005. Os valores médios obtidos para a *Standard & Poor's* estão apresentados na tabela 7.

Tabela 7 - Escores médios referentes aos conceitos de *Credit Rating* emitidos pela *Standard & Poor's* (1999-2005).

	Média Moody's	Média S&P	Desv-Pad Moody's	Desv-Pad S&P
Geral	17,02439	18,07547	4,089546	3,756272
América Latina	15,16667	15,22222	2,316607	2,587362
Ásia e Oceania	18,10000	18,00000	5,021067	4,045199
Europa e América do Norte	18,12500	20,00000	4,240676	3,670652
Oriente Médio e África	15,11111	17,08333	2,758824	2,778434

Fonte: Cálculos próprios

Os resultados obtidos mostram que, diferentemente dos valores apresentados para os escores da *Moody's*, não houve queda nos níveis para nenhuma das regiões consideradas. Estes resultados indicam que a *Standard & Poor's* não consideram que os conceitos de *credit ratings* soberanos dos países latino-americanos devessem ser rebaixados dentro do intervalo de tempo considerado.

Em seguida, foram realizados os cálculos que pudessem mensurar e testar as diferenças entre as médias referentes aos escores dos conceitos de *credit rating* soberanos emitidos pela *Standard & Poor's*. Os valores médios obtidos estão apresentados na tabela 8.

Tabela 8 - Significância estatística das diferenças dos escores médios da *Standard & Poor's* através do teste de *Mann-Whitney U*.

	U	Z	p 1999	Z	p 2005	N 1999	N 2005
Geral	922,5000	-1,25038	0,211161	-1,25486	0,209532	41	53
América Latina	25,0000	0,23570	0,813664	0,23892	0,811165	6	9
Ásia e Oceania	57,5000	0,16485	0,869066	0,16536	0,868661	10	12
Europa e América do Norte	119,0000	-1,30526	0,191804	-1,31221	0,189451	16	20
Oriente Médio e África	33,0000	-1,49241	0,135594	-1,50170	0,133176	9	12

Fonte: Cálculos próprios

Pode-se observar que nenhuma das diferenças obtidas entre os escores dos conceitos de *credit rating* emitidos pela *Standard & Poor's* se mostraram estatisticamente significativos. Estes resultados indicam que, pela visão desta agência, não houve alteração dos níveis de risco soberano percebidos para as diversas regiões investigadas.

5. Conclusões

O objetivo deste artigo foi analisar as diferenças entre os conceitos de *credit rating* emitidos pelas agências *Moody's* e *Standard & Poor's* em busca de evidências empíricas que possam corroborar ou refutar se as diferenças entre suas médias podem ser estatisticamente significativas.

Dentre as diversas regiões investigadas, observou-se que algumas diferenças entre os conceitos de *sovereign credit rating* emitidos pelas agências se mostraram estatisticamente significativas através do teste não-paramétrico utilizado.

Para os conceitos emitidos em 1999, pôde-se observar que as diferenças referentes aos escores globais e aos escores dos países da América Latina emitidos pela *Moody's* e pela *Standard & Poor's* se mostraram estatisticamente significativas. Dentre os conceitos emitidos em 2005, observou-se que apenas as diferenças dos escores referentes aos países da América latina se mostraram estatisticamente significativos.

Considerando individualmente a agência *Moody's*, foi observado que, ao comparar os escores médios de *sovereign credit ratings* referentes a 1999 com os escores médios referentes a 2005, as diferenças obtidas entre os escores globais dos conceitos de *credit rating* dos países localizados na Europa e na América do Norte se mostraram estatisticamente significativos.

Considerando individualmente a agência *Standard & Poor's*, foi observado que nenhuma das diferenças encontradas entre os escores médios de *sovereign credit ratings* referentes a 1999 e os escores médios referentes a 2005 se mostrou estatisticamente significativo.

A partir destes resultados, pode-se afirmar que a agência *Moody's* adote uma posição mais conservadora em relação aos países localizados na América Latina quando da avaliação de seus *sovereign credit ratings* em comparação à agência *Standard & Poor's*.

Estudos mais aprofundados sobre esta temática poderão gerar informações mais detalhadas sobre a natureza das diferenças entre as avaliações de *sovereign credit rating* emitidas pelas agências.

6. Referências Bibliográficas

CAOQUETTE, J. B; ALTMAN, E. I; NARAYANAN, P. *Gestão do risco de crédito*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

MOODY'S. *Sovereign: country ceilings for foreign currency ratings*. Disponível em: <<http://www.moody.com>>. Acesso em julho de 2005.

ADAMS, C; MATHIESON, D. J.; SCHINASI, G. *International Capital Markets: developments prospects and key policy issues*. Washington: International Monetary Fund, 1999.

MOODY'S. *Sovereign: country ceilings for foreign currency ratings*. Disponível em: <<http://www.moody.com>>. Acesso em julho de 2005.

STANDARD & POOR'S (a). *Structured Finance: Emerging Market Criteria*. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com>> Acesso em outubro de 1999.

STANDARD & POOR'S (b). *Corporate Rating Criteria*. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com> > Acesso em outubro de 1999.

MOODY'S (a). *How to use ratings*. Disponível em: <<http://www.moody.com>>. Acesso em setembro de 1999.

MOODY'S (b). *Rating definitions*. Disponível em <<http://www.moody.com> >. Acesso em setembro de 1999.

STANDARD & POOR'S (c). *Global Rating Criteria: Latin America*. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com> > Acesso em outubro de 1999.

CANTOR, Richard; PACKER, Frank. *Sovereign Credit Ratings. Current Issues in Economics and Finance*, New York:, v. 1, n. 3, June 1995.

CANTOR, Richard; PACKER, Frank. *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. Current Issues in Economics and Finance*, New York, v. 1, n. 3, p. 37-53, June 1996.