

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

ELAINE DA SILVA LACERDA

**EFEITOS DO *RATING* SOBERANO SOBRE A ESTRUTURA DE
DÍVIDA DOS BANCOS PÚBLICOS E PRIVADOS**

VITÓRIA

2017

ELAINE DA SILVA LACERDA

**EFEITOS DO *RATING* SOBERANO SOBRE A ESTRUTURA DE
DÍVIDA DOS BANCOS PÚBLICOS E PRIVADOS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas – Nível Acadêmico, na área de concentração Finanças.

Orientador: Dr. Danilo Soares Monte-Mor.

VITÓRIA

2017

ELAINE DA SILVA LACERDA

**EFEITOS DO *RATING* SOBERANO SOBRE A ESTRUTURA DE
DÍVIDA DOS BANCOS PÚBLICOS E PRIVADOS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de concentração Finanças.

Aprovado em 12 de abril de 2017.

COMISSÃO EXAMINADORA

PROF. DR. DANILO SOARES MONTE-MOR

**Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças (FUCAPE)
Orientador**

PROF. DR. FERNANDO CAIO GALDI

**Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças (FUCAPE)**

PROF. DR. FÁBIO YOSHIO SUGURI MOTOKI

**Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças (FUCAPE)**

Dedico esse trabalho a minha irmã que acreditou na minha capacidade e me incentivou a realizar o mestrado, logrando êxito.

AGRADECIMENTOS

A Deus por me guiar nessa jornada e ser capaz de superar todas as dificuldades encontradas.

À minha mãe e minha irmã Eliane pelo amor incondicional e incentivo aos estudos.

Ao meu marido pela cumplicidade e amor, bem como pela compreensão às horas que passei dedicadas ao conhecimento.

Ao meu orientador Prof. Dr. Danilo Monte-Mor pelo incentivo, paciência e todas as contribuições que foram fundamentais para a realização desta dissertação.

Aos docentes da FUCAPE que ao longo da caminhada contribuíram para minha formação acadêmica.

Aos colegas da turma de mestrado em Administração 2014/2 noturno que fizeram parte dessa jornada.

“Só se pode alcançar um grande êxito quando nos mantemos fiéis a nós mesmos”.

Friedrich Nietzsche.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é analisar se as alterações no *rating* soberano influenciam a composição da dívida dos bancos instalados no Brasil. Concomitante, será observado se *downgrades* e *upgrades* no risco de crédito do país exercem mais impacto sobre os bancos públicos ou os bancos privados. A pesquisa é composta por 159 observações, compreendidos no período de 2006 a 2016. As informações foram coletadas no banco de dados Economatica e os eventos de divulgação de *rating* soberano utilizados foram os expedidos pela agência Standard & Poor's, em virtude de seu poder preditivo. Para verificar se as alterações do *rating* têm impactos sobre a dívida dos bancos, foi utilizada a técnica estatística de regressão em painel, com efeitos fixos, para análise das variáveis dependentes do passivo, tanto no curto quanto no longo prazo. Após a aplicação dos modelos estatísticos, observou-se que a estrutura da dívida dos bancos é alterada de forma diferenciada, quando da ocorrência de *downgrades* e *upgrades* na nota de risco do país, sendo que, os bancos públicos são mais sensíveis, principalmente quando da ocorrência de rebaixamentos no *rating* soberano. Verificou-se ainda quais as principais contas do passivo circulante e não-circulante responsáveis pela alteração da dívida dos bancos públicos e privados nos momentos de alteração do *rating* soberano.

Palavras-chave: *Rating*. Dívida. Bancos públicos e privados.

ABSTRACT

The objective of this paper is to analyze if the changes in the sovereign rating influence the composition of the debt of the banks installed in Brazil. Concomitantly, it will be noticed if downgrades and upgrades on the country's credit risk have a greater impact on public banks or private banks. The paper consists of 159 observations, comprised between 2006 and 2016. The information was collected in the *Economática* database and the sovereign rating disclosure events used were those issued by the Standard & Poor's agency, due to its predictive power. In order to verify if the rating changes have an impact on the banks' debt, the statistical technique of panel regression, with fixed effects, was used to analyze the variables dependent on the liabilities, both in the short and long term. After applying the statistical models, it was observed that the structure of the banks' debt is changed in a differentiated manner, when downgrades and upgrades occur in the country's risk note, and public banks are more sensitive, especially when occurs downgrades in the sovereign rating. It was also verified the main accounts of current and non-current liabilities responsible for changing the debt of public and private banks at times of sovereign rating change.

Keywords: Rating. Debt. Public and private banks.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Contas e subcontas do passivo	28
Tabela 2 – Maiores bancos do SFN	29
Tabela 3 – Bancos selecionados para a análise empírica	31
Tabela 4 – Evolução do rating soberano brasileiro	32
Tabela 5 – Descrição das variáveis dependentes	36
Tabela 6 – Descrição das variáveis independentes e de controle.....	37
Tabela 7 – Estatística descritiva	39
Tabela 8 – Teste de diferença de médias por período entre os bancos públicos e privados.....	42
Tabela 9 – Efeito do rating soberano sobre a estrutura da dívida de curto e longo prazo.....	45
Tabela 10 – Efeito do rating soberano sobre a estrutura da dívida de curto e longo prazo dos bancos públicos x privados.....	47

LISTA DE SIGLAS

BACEN – Banco Central do Brasil

BANCOOB - Banco Cooperativo do Brasil S.A

BANESTES – Banco do Estado do Espírito Santo S.A

BANRISUL – Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A

BB – Banco do Brasil S.A

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

BRB – Banco de Brasília S.A

CEF – Caixa Econômica Federal

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

LFT – Letra Financeira do Tesouro

LTN – Letra do Tesouro Nacional

ROA – *Return On Assets*

SFH – Sistema Financeiro de Habitação

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
Capítulo 2	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1 RELAÇÃO ENTRE GOVERNO FEDERAL E BANCOS PÚBLICOS E PRIVADOS.....	17
2.2 <i>RATING</i> SOBERANO E DÍVIDA.....	20
2.2.1 Entendendo a Dívida dos Bancos	25
Capítulo 3	29
3 METODOLOGIA.....	29
3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS.....	29
3.2 MODELO EMPÍRICO	34
3.2.1 Variáveis Dependentes.....	36
3.2.2 Variáveis Independentes e de Controle	37
Capítulo 4	39
4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	39
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	39
4.1.1 Comparando os Bancos em Diferentes Cenários Econômicos	42
4.2 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS DO MODELO	45
5 CONCLUSÃO.....	55
REFERÊNCIAS	58

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

O *rating* soberano, por meio de sua atribuição, procura avaliar a capacidade e a disposição de um país honrar seus compromissos da dívida pública perante seus credores (FITCH RATINGS, 1998; STANDARD & POOR'S, 2013). Na prática, o *rating* soberano é utilizado como parâmetro de decisão pelos investidores estrangeiros que procuram alocar seus recursos em países com boa classificação, para evitar possíveis riscos de calote (PAPAIOANNOU, 2011; DAMASCENO *et al.*, 2008). Além de exercer influência sobre o investimento, o risco de crédito do país tende a impactar as empresas instaladas no país, principalmente o preço de suas ações (MARKOSKI, MOREIRA, 2010), o custo de captação dos recursos (LI *et al.*, 2008), sua estrutura de dívida (CORREA *et al.*, 2014) e seu valor de mercado (MURCIA *et al.*, 2014; PACKER, TARASHEV, 2011).

Estudos anteriores verificaram que alterações no *rating* soberano também tende a impactar o mercado bancário, dada a relação existente entre o governo federal e os bancos públicos e privados presente no país, principalmente pelo fato destes manterem em suas carteiras parcela da dívida pública doméstica (KAMINSKY, SCHMUKLER, 2002; GANDE, PARSLEY, 2014). Para Correa *et al.* (2014), entre os canais de transmissão existentes entre o risco de crédito soberano e os bancos públicos e privados, estão a condição fiscal do governo federal, o volume de dívida pública em seu balanço e o apoio fornecido pelo órgão.

Sob essa mesma ótica, outros estudos (DELL'ARICCIA, DETRAGIACHE, RAJAN, 2008) demonstram que os governos estão geralmente mais dispostos a apoiar os bancos públicos, visando evitar seu fracasso, dada a composição da dívida presente em suas carteiras e as fontes de captação de recursos. Dessa forma, verifica-se a necessidade de analisar os efeitos do *rating* soberano de forma segregada entre os bancos públicos e os bancos privados, considerando as diferenças existentes entre a forma de captação dos recursos, o grau de assistência do governo e o tipo de gestão dos bancos.

Em consonância com o arcabouço teórico, verifica-se que o apoio fornecido pelo governo as instituições financeiras está atrelado à supervisão e à regulação existente nesse setor da economia, em virtude principalmente dos acordos de Basiléia que estabeleceram parâmetros mínimos de controle e de gestão de riscos (BOOTH *et al.*, 2001). Além disso, os bancos que atuam no país apresentam restrições para captação de recursos, dado que o acordo de Basiléia III estabeleceu um nível de alavancagem máximo para os bancos públicos e privados (AYUSO *et al.*, 2004).

Nesse contexto, o presente trabalho pretende analisar se as mudanças no *rating* soberano influenciam a estrutura de dívida dos bancos públicos e privados presentes no Brasil. Concomitante, será observado se *downgrades* e *upgrades* no risco de crédito do país exercem mais impacto sobre os bancos controlados pelo governo ou sobre os bancos privados, dado as características distintas existentes entre eles.

Verifica-se que o Brasil é um bom campo de estudo, em virtude principalmente, pelo fato de na última década o tema ter ganhado relevância no país, dado a crise econômica e política que o país se inseriu, somado ao fato do

Brasil ter sofrido rebaixamentos sucessivos em sua nota de crédito (CORREA *et al.*, 2014). Observa-se ainda que no intervalo entre os anos de 2006 a 2016, o país atingiu o patamar de grau de investimento, influenciando a entrada em larga escala de investimento estrangeiro direto, e posteriormente, sua nota de crédito passou por rebaixamentos contínuos, retornando a classificação de grau especulativo (STANDARD & POOR'S, 2016).

Historicamente, o país, desde 2006, apresentou *upgrades* na escala do *rating* soberano, atingindo o patamar de BB+ no ano de 2007 (FITCH RATINGS, 2015). A perspectiva positiva do país se manteve até o ano de 2011, quando a economia brasileira começou a enfrentar alguns desafios econômicos (IPEADATA, 2015). A partir de junho de 2013 o país começou a vivenciar um período de crise econômica e política, com a ocorrência de pressões inflacionárias e elevado volume de despesas governamentais, o que culminou numa sequência de *downgrades* do *rating* soberano (STANDARD & POOR'S, 2016).

A partir desse cenário, a análise empírica ocorrerá com uma amostra de 15 bancos públicos e privados instalados no Brasil, no período compreendido entre os anos de 2006 a 2016. Para que fosse possível realizar a referida análise, utilizou-se as notas expedidas pela Standard & Poor's, em virtude do anúncio dessa agência de classificação de risco preceder a divulgação das notas de outras agências de risco (CANUTO *et al.*, 2012).

Neste trabalho, foi utilizada a técnica estatística de regressão em painel, com efeitos fixos, para análise das variáveis dependentes da composição dívida. A estrutura da dívida dos bancos públicos, bem como a dos bancos privados

selecionados na amostra foi analisada de forma segregada no curto e longo prazo.

No que tange ao presente estudo, este apresenta contribuição à literatura existente e ao ambiente corporativo, considerando se tratar de uma análise que estende os efeitos do *rating* soberano para um segmento de mercado específico. Por meio dos resultados obtidos, pode-se verificar que os bancos públicos são mais sensíveis ao risco de crédito do país, devido principalmente ao apoio fornecido pelo governo e ao volume da dívida pública presente em suas carteiras.

De forma análoga aos resultados encontrados por Bolton e Jeanne (2011), este estudo constatou que alterações de cunho macroeconômico e político no país, levam a mudanças no *rating* soberano e como consequência, influencia os bancos controlados pelo governo, que tem sua estrutura de dívida afetada, principalmente em momentos de *downgrade*. O presente trabalho constatou ainda, quais são as principais contas do passivo circulante e não-circulante responsáveis pela mudança na estrutura da dívida dos bancos públicos e privados, quando da alteração do *rating* soberano.

Por fim, cabe ressaltar que esse estudo também apresenta contribuição para o arcabouço teórico, dado que, em consonância com Diamond (2004), nos momentos de instabilidade da economia doméstica, as empresas e os bancos instalados no país tendem a aumentar sua estrutura de dívida de curto prazo, devido aos problemas de liquidez dos ativos, à ameaça de “corridas bancárias” e à maior probabilidade de risco sistêmico. Concomitante, o presente estudo verificou, nos períodos de *downgrade* do *rating* soberano, a ocorrência da migração da dívida dos bancos privados para os bancos públicos, em virtude do

governo fornecer subsídios para o segmento público tornando-o menos arriscado.

Nesse sentido, a pesquisa será estruturada da seguinte forma: a seção 2 contempla o referencial teórico, em que será abordada a relação entre o governo federal e os bancos públicos e privados, bem como será detalhado essa relação sob a ótica do *rating* soberano e dívida. Na seção 3, é apresentada a metodologia utilizada neste estudo. Na seção seguinte, é realizada a apresentação dos dados obtidos por meio da análise empírica e a discussão dos resultados. E por fim, a seção 5 é destinada às considerações finais desse estudo.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 RELAÇÃO ENTRE GOVERNO FEDERAL E BANCOS PÚBLICOS E PRIVADOS

Os bancos estão intimamente ligados aos seus governos, em virtude do grau de dependência de ambos à atividade econômica doméstica, que tende a afetar não apenas as receitas fiscais do governo, como também as receitas dos bancos públicos e privados (GROPP, VESALA, VULPES, 2002). Como consequência dessa relação, a deterioração da condição fiscal do governo tende a afetar diversos serviços financeiros, dentre eles: *funding* para operações de crédito, nível de inadimplência, recursos em conta de depósitos, resgate de investimentos, entre outros fatores financeiros (BOLTON, JEANNE, 2011).

Observa-se em estudos anteriores (MURCIA *et al.*, 2014; PACKER, TARASHEV, 2011) que os bancos públicos e privados presentes no país tendem a manter em seu balanço patrimonial volumes expressivos de dívida pública doméstica, o que torna suas carteiras mais arriscadas quando da instabilidade da condição econômica do governo federal. Para Correa *et al.* (2014), essa relação ganhou notoriedade nos últimos anos, com a ocorrência da crise financeira global e suas consequências, principalmente para a Europa.

Os resultados encontrados nos estudos de outros autores (DEMIRGÜÇ-KUNT, HUIZINGA, 2013) demonstram a percepção existente dos investidores de ações sobre o mercado, fato que revela a relação existente entre *rating* soberano e bancos domésticos, principalmente por meio das garantias governamentais fornecida ao segmento bancário. Um dos benefícios adquiridos

pelos bancos por meio dessas garantias governamentais são os menores custos de financiamento desse segmento de mercado, no entanto, esse incentivo tende a reduzir quando o governo federal passa por uma crise econômica (EJSING, LEMKE, 2011).

Nesse mesmo contexto, alguns autores (BORENSZTEIN, PANIZZA, 2009) têm a visão de que *defaults* soberanos têm impacto sobre os bancos com atuação no país, de forma que uma deterioração da condição financeira do governo aumenta a possibilidade de uma crise bancária. Entretanto, o inverso não se constata, uma crise nesse segmento não necessariamente terá efeitos sobre as contas dos governos.

Por outro lado, no estudo dos autores Acharya, Drechsler, Schnabl (2014) sobre bancos irlandeses, verifica-se que a condição do setor financeiro é transferida para o balanço do governo, pois segundo essa ótica, o governo custeia alguns bancos que na sua visão são grandes demais para quebrar, como foi o caso do banco *Anglo Irish*. Dessa forma, os autores constataram que salvamentos bancários produzem uma transferência de risco e de instabilidade do setor bancário às finanças governamentais.

De forma análoga, para outros autores (BROOKS *et al.*, 2004; LEE, SAPRIZA, WU, 2016), os fatores macroeconômicos e sua instabilidade exercem influência direta sobre a condição financeira do governo federal, bem como sobre a carteira de crédito da indústria bancária. Como consequência, os bancos públicos e privados sofrem efeitos sobre a posição de seus negócios, sobre o seu capital e lucros, bem como sobre o *funding* de suas operações e a liquidez de seus ativos.

Para a agência Standard & Poor's (2011) a estrutura de suporte aos bancos, seja por meio do governo ou do seu controlador, tende a alterar a qualidade de crédito em geral dos bancos. Nesse sentido, na ocorrência de deterioração da condição do país, as finanças corporativas da economia doméstica podem ser afetadas, sendo que os bancos que recebem apoio do governo tendem a sofrer os maiores efeitos em suas variáveis financeiras. Apenas os bancos altamente capitalizados são capazes de suportar um cenário de instabilidade interna, sem sofrer alterações em seu balanço.

Em concordância com os estudos anteriores, alguns autores (BOLTON, JEANNE, 2011) argumentam que a relação existente entre o governo federal e os bancos públicos e privados é verificada por meio da estrutura do balanço dos bancos. Em diferentes países, diversos bancos tendem a manter em suas carteiras, volumes substanciais da dívida pública doméstica, logo a oscilação dos valores dos títulos públicos federais e a condição econômica do governo federal tende a impactar diretamente a situação financeira dos bancos, principalmente no que tange a sua oferta de crédito (GENNAIOLI, MARTIN, ROSSI; 2014).

Outros estudos (BROOKS *et al.*, 2004) se voltaram a analisar o efeito das alterações no *rating* soberano sobre as ações de bancos europeus. Esses autores também verificaram que os bancos públicos, que recebem mais apoio do governo, tiveram menores retornos acionários depois de uma queda na nota de crédito do país. Paralelamente, na ocorrência de uma crise econômica do governo federal, são verificadas reduções no grau de apoio aos bancos públicos, e como consequência ocorrem efeitos significativos sobre o retorno das ações

dos bancos, que tendem a sofrer desvalorizações em seus preços (KISGEN, STRAHAN, 2010).

Sob essa mesma vertente, outros estudos (GENNAIOLI, MARTIN, ROSSI, 2014; EJSING, LEMKE, 2011) verificaram que mudanças no *rating* soberano podem acarretar na maioria das vezes, revisão nos *ratings* dos bancos pelas agências de classificação de risco. No caso de um *downgrade* do *rating* soberano, pode causar efeitos sobre o volume de crédito concedido aos mutuários, aumento do custo de financiamento, nível de inadimplência, que por sua vez, tende a elevar o nível das taxas de juros dos empréstimos, como forma de compensar a perda da receita financeira e do preço de suas ações (HAND, HOLTHAUSEN, LEFTWICH, 1992).

Por sua vez, para a agência Moody's (2007), o apoio do governo federal aos bancos públicos e privados está atrelado à regulação nacional existente para esse segmento de mercado, que no caso do Brasil, se enquadram os Acordos de Basiléia (II e III), somado ao fato do grau de influência que os bancos exercem dentro do país. Por meio desses fatores é possível verificar o nível de apoio do governo aos bancos que atuam no país, principalmente através da injeção de capital, que tende a ser significativo se o banco for de propriedade do governo.

2.2 *RATING* SOBERANO E DÍVIDA

A relação existente entre o governo federal e os bancos públicos e privados com atuação no país, também pode ser constatada por meio do impacto do *rating* soberano sobre a estrutura de dívida do segmento bancário (CORREA

et al., 2014). Para o referido autor, as mudanças no risco de crédito soberano apresentam mais efeitos sobre os bancos que recebem mais apoio do governo federal e tendem a se concentrar quando da ocorrência de rebaixamentos na classificação da nota do *rating*.

Portanto, em caso de *downgrades* no *rating* soberano, o balanço de pagamentos dos bancos com atuação no país se torna mais arriscado e suscetível a perdas financeiras, além de sofrerem contrações na sua oferta de crédito (GENNAIOLI, MARTIN, ROSSI, 2014). Por outro lado, a dívida pública doméstica é um ativo de baixo risco de crédito e alta liquidez, utilizado pelos bancos centrais para captação de recursos junto ao mercado (KAMINSKY, SCHMUKLER, 2002).

Em consonância com esses resultados, alguns autores (GROPP, VESALA, VULPES, 2002) afirmam que sob a ótica dos investidores de mercado, os rebaixamentos no *rating* soberano são observados de forma desproporcional entre os bancos públicos e privados, sendo que para os bancos que recebem mais apoio do governo, no caso os bancos públicos, são mais sensíveis a um *downgrade* da nota de crédito do país. Mesmo fato não é verificado quando da ocorrência de *upgrades* no *rating* soberano, considerando que não foram verificados, por esses autores, em sua análise empírica, efeitos na estrutura da dívida dos bancos.

De forma análoga, os bancos públicos e privados de diversos países tendem a manter na sua estrutura do balanço de pagamentos, títulos públicos federais, em virtude principalmente da liquidez desses ativos, somado ao fato de seu baixo risco de crédito. No ano de 2009, os bancos europeus e japoneses apresentavam em seus balanços cerca de 15% e 50%, respectivamente, de

dívida pública doméstica (BOLTON, JEANNE, 2011). Portanto, na ocorrência de alterações no *rating* soberano, a carteira desses bancos detentores da dívida pública federal tende a ser afetada.

Para Lee *et al.* (2016), mudanças na classificação do risco do país afetam a liquidez das ações das empresas, principalmente bancos que apresentam relação com o governo. Segundo esses autores, os efeitos sobre o mercado acionário dos bancos é maior quando da ocorrência de rebaixamentos do *rating* soberano, cujo retorno das ações tende a apresentar quedas e maior volatilidade. Esses efeitos são acentuados quando o país perde a nota de grau de investimento.

Por outro lado, alguns autores (MATOS, COSTA, 2012) afirmam que as alterações na classificação do risco de crédito do país apesar de exercer influência sobre a atividade econômica doméstica, tende a não ser significativo sobre a carteira de crédito e valor das ações dos bancos. De acordo com esse estudo, o *rating* soberano tende a exercer algum impacto positivo ou negativo sobre o balanço dos bancos públicos e privados, quando o país obtiver a nota de grau de investimento ou grau especulativo, sendo que alterações intermediárias na nota do *rating* são insignificantes.

Os efeitos das alterações do *rating* soberano são verificados em outras vertentes do mercado bancário. Para os autores Gennaioli, Martin e Rossi (2014), um rebaixamento do *rating* soberano, tende a elevar o custo da emissão da dívida do governo federal, e como consequência o país aumentará sua demanda por empréstimos, podendo inclusive aumentar impostos ou cortar gastos, visando manter o equilíbrio da situação financeira e das contas públicas federais. Essas medidas tomadas em conjunto, tendem a afetar a demanda por

serviços bancários e principalmente, podendo acarretar a redução na receita da atividade bancária.

Sob essa mesma ótica, outros autores (BOOTH *et al.*, 2001) dizem que o impacto das alterações do *rating* soberano tende a ser similar sobre os recursos financeiros dos bancos públicos e privados que atuam no país. Para esses autores, essa visão é suportada, em virtude da estrutura da dívida dos bancos de países emergentes manterem um nível padrão, por se tratar de um mercado supervisionado pelo BACEN e regulamentado pelos acordos de Basiléia I, II e III, que estabeleceram requisitos mínimos em termos de controle, gestão de riscos e alocação de capital.

Por outro lado, Johnson (1997) afirma que a estrutura da dívida dos bancos não é a mesma, em virtude principalmente das características dessas empresas serem distintas e do cenário econômico do país afetar de forma desproporcional os ativos dos bancos públicos e privados. O referido autor afirma ainda que os fatores conjunturais do país, no que se refere às taxas de crescimento do PIB, índices de inflação e nível de endividamento terá efeitos diferentes sobre as carteiras das empresas e bancos presentes no país.

Para alguns autores (GANDE, PARSLEY, 2014; ACHARYA, DRECHSLER, SCHNABL, 2014) os impactos oriundos das mudanças no cenário econômico sobre o segmento bancário ocorre, principalmente sobre o volume da captação de seus recursos junto ao mercado, na estrutura da dívida dos bancos e no preço de suas ações. Além disso, os bancos que atuam no país estão sujeitos às restrições na captação de recursos, devido principalmente aos requisitos previstos no Acordo de Basiléia (II e III) que se baseiam diretamente nas suas classificações de risco (PINHEIRO, SAVÓIA, SECURATO, 2015).

Em consonância com o arcabouço teórico, as agências de classificação de risco afirmam que o *rating* soberano tende a exercer influência sobre os bancos que atuam no país, principalmente sobre as fontes de captação de recursos no mercado, suas carteiras de crédito e sobre sua estrutura de dívida (MOODY'S, 2003).

Por sua vez, alguns estudos (CORREA *et al.*, 2014) afirmam que um rebaixamento na nota de crédito do país pode desencadear efeitos sobre a economia doméstica, em virtude do impacto sobre a oferta de crédito nacional e sobre o *funding* das operações dos bancos. Diante disso, verifica-se que o *rating* soberano apresenta impactos principalmente na nota de crédito dos bancos nacionais, o que pode acarretar queda da liquidez dos ativos dessas instituições.

Dessa forma, o presente estudo tende a testar as seguintes hipóteses:

HIPÓTESE 1: na ocorrência de um *downgrade* do *rating* soberano, a estrutura de dívida de curto prazo dos bancos tende a aumentar e a de longo prazo reduzirá.

HIPÓTESE 2: Por outro lado, no caso de *upgrade* da nota de crédito do país, a dívida de curto prazo dos bancos diminuirá e a de longo prazo tende a aumentar.

Para alguns autores como Diamond (2004), nos períodos de stress da economia, aumenta-se a probabilidade do risco de calote e risco sistêmico, dado a maior instabilidade no mercado, logo os bancos instalados no país devem aumentar sua estrutura de dívida de curto prazo. Essa afirmação está em consonância a hipótese 1 traçada pelo presente estudo, que afirma que na

ocorrência de *downgrade* do *rating* soberano, a estrutura da dívida de curto prazo dos bancos tende a aumentar e a de longo prazo diminuir.

Verifica-se, ainda, que as instituições financeiras públicas tendem a receber maior apoio do governo, visando mitigar os riscos de solvência e liquidez dos ativos e, em última instância, reduzir a probabilidade de falência nesse setor de mercado. Dessa forma, o efeito do *rating* soberano sobre a estrutura da dívida dos bancos tende a ser diferenciado entre o segmento público e privado, tanto no curto prazo quanto no longo prazo. Portanto, o banco público por ser menos arriscado, em virtude dos subsídios fornecidos pelo governo, não irá apresentar fuga de capital significativa, apesar dos mutuários, em geral, manterem seus recursos depositados e investidos nos bancos por menos tempo, nos momentos de instabilidade da economia doméstica.

2.2.1 Entendendo a Dívida dos Bancos

A estrutura de dívida dos bancos e das empresas em geral, é oriunda da utilização do capital de terceiros para seu financiamento, em detrimento de se empregar o capital próprio. Estudos anteriores (DENIS, MIHOV, 2003) afirmam não existir uma estrutura ótima de dívida a ser estabelecida, sendo que a decisão de financiamento decorre da relação entre os custos e benefícios associados à emissão da dívida.

Para os autores Junior e Zani (2001), os bancos públicos e privados irão se endividar até o limite em que o benefício marginal gerado pelo aumento da

dívida, seja de curto ou longo prazo, provocar a elevação dos custos relacionados às provisões para perdas futuras.

De forma análoga, outros autores (BRIGHAM, GAPENSKI, EHRHARDT, 2001) afirmam que sob a ótica da teoria do *trade off*, a estrutura de dívida dos bancos está baseada nas relações de benefício x custos e dedutibilidade fiscal x aumento da dívida. Ainda sob a égide dessa teoria, alguns autores (POHLMANN, IUDÍCIBUS, 2010) constataam a influência exercida pela tributação sobre a estrutura de capital das empresas e dos bancos, em virtude, principalmente, do benefício fiscal exercido sobre o uso da dívida.

Verifica-se ainda que, atualmente no Brasil a emissão de dívida pelas instituições financeiras é regulada pelo BACEN e por meio dos Acordos de Basiléia, que estabeleceram um nível de endividamento máximo para os bancos públicos e privados. Por meio do Acordo de Basiléia III, foi introduzido um índice de alavancagem máximo com a finalidade de restringir o endividamento excessivo dos bancos que atuam no país (PINHEIRO, SAVÓIA, SECURATO, 2015).

Nota-se que existe uma relação inversamente proporcional entre nível de endividamento dos bancos brasileiros e o índice de Basiléia. Após a vigência desses acordos, os bancos altamente alavancados tiveram que reduzir seu passivo, visando cumprir as exigências estabelecidas, bem como mitigar os riscos de solvência e liquidez existentes no mercado financeiro (BRITO, NETO, CORRAR, 2009).

Além disso, devido à sua natureza e a atividade de intermediação financeira exercida, os bancos apresentam uma maior utilização dos recursos do capital de terceiros em detrimento ao uso do capital próprio, o que acarreta maior

nível de alavancagem do setor e, como consequência maior risco de solvência (AYUSO *et al.*, 2004).

De forma a identificar a composição da dívida dos bancos, verifica-se por meio dos estudos de Güven e Persentili (1997), que grande parte da dívida contraída pelas instituições financeiras é oriunda da carteira de depósitos. Por meio do Plano Contábil dos Bancos vinculados ao SFN (COSIF), são apresentadas as contas do passivo das instituições financeiras que atuam no Brasil, conforme demonstrado na tabela 1. A conta de depósitos é segregada em depósitos à vista de pessoas físicas, jurídicas e órgãos do governo, depósitos em conta de poupança, depósito à prazo, interfinanceiros e em moeda estrangeira.

Somado a conta de depósitos, o passivo circulante e não-circulante dos bancos brasileiros é composto pelas obrigações compromissadas, pela emissão de títulos mobiliários, por obrigações decorrentes das relações interfinanceiras, bem como pelas obrigações por empréstimos e repasses a outras instituições financeiras e órgãos governamentais. A última conta do passivo, por sua vez, são as outras obrigações dos bancos, composta pelos impostos e contribuições obrigatórias a serem recolhidas (BACEN, 2016a).

Para os autores Perobelli e Famá (2002) a estrutura da dívida dos bancos instalados no país é composta, em quase sua totalidade, por depósitos financeiros, em detrimento às outras obrigações do passivo que correspondem a menos de 20% da composição de sua dívida, principalmente sob a ótica dos bancos públicos.

TABELA 1: CONTAS E SUBCONTAS DO PASSIVO

Contas	Principais Subcontas	Descrição COSIF
Depósitos	Depósitos à vista, de poupança, interfinanceiros, à prazo, em moeda estrangeira	Depósitos de titularidade de pessoas físicas, jurídicas, órgãos da administração direta e indireta em conta poupança, à vista e à prazo.
Obrigações por Operações Compromissadas	Carteira própria, de terceiros e de livre movimentação	Operações compromissadas lastreadas com títulos próprios e de terceiros.
Recursos de Aceites e Títulos Mobiliários	Aceites cambiais, letras imobiliárias, hipotecárias, de crédito, debêntures e similares	Obrigações por aceites de letras de câmbio, imobiliárias, hipotecárias, do agronegócio, financeiras emitidas, colocadas e a colocar no mercado.
Relações Interfinanceiras	Obrigações do sistema de liquidação, obrigações vinculadas e repasses interfinanceiros	Cheques e outros papéis girados contra a instituição, obrigações de operações de compra, com compromisso de revenda junto ao BACEN e de recursos obtidos junto a instituições financeiras, para repasse.
Obrigações por Empréstimos e Repasses	Empréstimos no país - instituições oficiais, outras instituições e no exterior	Obrigações assumidas em decorrência de assistência financeira contraída junto ao BACEN, Banco Nacional de Crédito Cooperativo, SFH, BB, BNDES, CEF, FINAME.
Outras Obrigações	Cobrança e arrecadação de tributos, carteira de câmbio, obrigações sociais e estatutárias, fiscais e previdenciárias	Imposto sobre operações de crédito, câmbio e seguro, e sobre operações relativas a títulos e valores mobiliários a serem recolhidos, obrigações decorrentes de operações de câmbio, dividendos a pagar, impostos e contribuições a recolher.

Fonte: Manual de Normas Contábeis do SFN, BACEN (2016 b).

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

As instituições financeiras selecionadas para análise empírica constam na relação dos maiores bancos apresentados no relatório “50 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional” divulgado pelo BACEN. A tabela 2 apresenta a relação dos maiores bancos públicos e privados, em termos de ativos totais em 31/12/2015, bem como o percentual de atuação no mercado brasileiro em termos de ativos (BACEN, 2015).

TABELA 2: MAIORES BANCOS DO SFN

Ranking	Banco	Ativo Total	% mercado
1	Banco do Brasil S.A	1.438.964.956	18,14
2	Itaú Unibanco S.A	1.285.393.163	16,20
3	Caixa Econômica Federal S.A.	1.203.756.044	15,17
4	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES	925.858.356	11,67
5	Banco Bradesco S.A	905.117.499	11,41
6	Banco Santander (Brasil) S.A	681.734.679	8,59
7	Banco BTG Pactual S.A	241.695.357	3,05
8	HSBC Bank Brasil S.A	175.058.784	2,21
9	Banco Safra S.A	147.616.874	1,86
10	Banco Votorantim S.A	110.379.914	1,39
11	Banco Citibank S.A	76.046.288	0,96
12	Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A – BANRISUL	65.769.331	0,83
13	BNP Paribas Brasil S.A	50.025.831	0,63
14	Banco do Nordeste do Brasil S.A	41.421.935	0,52
15	Banco Credit Suisse	37.717.007	0,48
16	Banco JP Morgan Chase	35.395.856	0,45
17	Banco Cooperativo Sicredi S.A	31.499.153	0,40

18	Deutsche Bank Brasil	29.256.968	0,37
19	Panamericano S.A	26.023.874	0,33
20	Banco Cooperativo do Brasil S.A (Bancoob)	25.013.465	0,32
21	Banco ABC Brasil S.A	24.240.314	0,31
22	Banco Volkswagen S.A	23.098.690	0,29
23	Rabobank Brasil S.A	22.595.428	0,28
24	Bank of America Merrill Lynch	22.121.625	0,28
25	Banco Daycoval S.A	22.049.029	0,28
26	Banco do Estado do Espírito Santo - Banestes	18.026.382	0,23
27	Banco Societe Generale	17.919.248	0,23
28	Banco BMG S.A	17.153.174	0,22
29	Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul	14.960.513	0,19
30	Banco Morgan Stanley S.A	14.714.017	0,19
31	Banco GMAC S.A.	14.182.849	0,18
32	Banco Industrial e Comercial S.A - BicBanco	14.114.480	0,18
33	Banco de Tokyo-Mitsubishi BM S.A	13.627.452	0,17
34	Banco Alfa S.A	13.592.730	0,17
35	BRB – Banco de Brasília S.A	13.276.438	0,17
36	Banco Goldman Sachs	12.918.448	0,16
37	Banco Mercantil do Brasil S.A	12.461.204	0,16
38	Banco da Amazonia S.A	12.083.092	0,15
39	Banco Mercedes – Benz S.A	10.171.686	0,13
40	Banco Credit Agricole	9.891.170	0,12
41	Banco CCC Sicredi Sul	9.868.706	0,12
42	Banco ING	9.649.475	0,12
43	Banco Pine S.A	8.920.275	0,11
44	BES Investimento do Brasil	8.027.446	0,10
45	Banco CNH Industrial Capital S.A	7.409.985	0,09
46	Banco de Desenv.de MG S.A	7.300.651	0,09
47	Banco Fibra S.A	7.267.736	0,09
48	Banco Original	6.666.085	0,08
49	Banco Toyota do Brasil S.A	6.386.721	0,08
50	Banco John Deere	6.171.236	0,08
Total		7.934.611.619	100

Fonte: Banco Central do Brasil (2015).

Do total dos 50 maiores bancos públicos e privados do sistema financeiro nacional, foram selecionados 15 bancos, em virtude dos demais bancos não apresentarem ações listadas na Bolsa de Valores no período compreendido pelo estudo. A tabela 3 apresenta a relação dos bancos selecionados para análise empírica, que representam aproximadamente 60% do volume total dos ativos dos bancos que atuam no mercado brasileiro. Para tanto, 05 bancos públicos e 10 bancos privados compõem a presente amostra.

TABELA 3: BANCOS SELECIONADOS PARA A ANÁLISE EMPÍRICA

Ranking	Banco	Ativo Total	% mercado
1	Banco do Brasil S.A	1.438.964.956	18,14
2	Itaú Unibanco S.A	1.285.393.163	16,20
5	Banco Bradesco S.A	905.117.499	11,41
6	Banco Santander (Brasil) S.A	681.734.679	8,59
7	Banco BTG Pactual S.A	241.695.357	3,05
12	Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A – BANRISUL	65.769.331	0,83
19	Panamericano S.A	26.023.874	0,33
21	Banco ABC Brasil S.A	24.240.314	0,31
25	Banco Daycoval S.A	22.049.029	0,28
26	Banco do Estado do Espírito Santo - Banestes	18.026.382	0,23
32	Banco Industrial e Comercial S.A - BicBanco	14.114.480	0,18
34	Banco Alfa S.A	13.592.730	0,17
35	BRB – Banco de Brasília S.A	13.276.438	0,17
38	Banco da Amazônia S.A	12.083.092	0,15
43	Banco Pine S.A	8.920.275	0,11
Total		4.771.001.599	60,15

Fonte: Banco Central do Brasil (2015).

Para que fosse possível testar as hipóteses propostas pelo estudo, foram coletadas informações contábeis e de mercado no banco de dados Economatica

acerca dos bancos públicos e privados selecionados na amostra, bem como foram obtidos dados no site das próprias instituições financeiras.

Cabe ressaltar que a amostra é composta estritamente por 15 bancos, considerando que no site do BACEN não são disponibilizadas informações acerca da estrutura de dívida dos bancos segregada em curto e longo prazo. Dessa forma, foram coletados os dados anuais e consolidados do balanço patrimonial dos bancos públicos e privados, listados na Bolsa de Valores, no banco de dados Económica.

O período compreendido na análise empírica é de 2006 a 2016, considerando que nesse intervalo de tempo, o país sofreu *upgrades* e *downgrades* sucessivos em seu *rating* soberano, atingindo o patamar de grau de investimento em abril de 2008 e, posteriormente recuando a classificação a grau especulativo em setembro de 2015. A tabela 4 apresenta a evolução das notas de crédito do país, emitidas pela agência de classificação de risco Standard & Poor's (2016), no intervalo compreendido pela pesquisa.

TABELA 4: EVOLUÇÃO DO RATING SOBERANO BRASILEIRO

Período (mês/ano)	Rating Soberano	Perspectiva da Nota
Fev/2006	BB	Estável
Mai/2007	BB+	Positiva
Abr/2008	BBB-	Estável
Nov/2011	BBB	Estável
Mar/2014	BBB-	Estável
Set/2015	BB+	Negativa
Fev/2016	BB	Negativa

Fonte: Standard & Poor's (2016).

De forma analítica, pode-se verificar que desde 2006, o Brasil apresentou upgrades em sua classificação de risco de crédito, atingindo, em maio de 2007 o patamar de BB+, devido principalmente, ao crescimento do PIB per capita e ao controle inflacionário (IPEADATA, 2015). No ano de 2008, o Brasil atingiu a classificação de grau de investimento (BBB-), em virtude seu cenário econômico e fiscal favorável (FITCH RATINGS, 2015). Apesar da crise do *subprime*, a posição financeira do governo se manteve positiva até o segundo semestre de 2011, quando a economia brasileira começou a enfrentar alguns desafios econômicos, como pressões inflacionárias e surtos de despesas, fatos que acarretaram, em março de 2014, rebaixamento do *rating* soberano do país para BBB- (Standard & Poor's, 2016).

Dada a crise econômica e política no qual o país se inseriu, a sua nota de crédito passou por *downgrades* sucessivos, desde junho de 2013, atingindo seu patamar mais baixo em fevereiro de 2016, BB com perspectiva negativa, o que sinalizou um panorama de que o país poderá sofrer novos rebaixamentos em seu *rating* soberano nos anos seguintes.

Insta salientar, que a mudança ocorrida nas Normas Contábeis Internacionais - IFRS, em 2010, não alterou a estrutura do passivo circulante e não circulante do segmento bancário brasileiro. Essas alterações não trouxeram impactos, em virtude de no Brasil as instituições financeiras utilizarem o registro contábil baseado no plano de contas COSIF expedido pelo BACEN, que regula o Sistema Financeira Nacional.

No que tange a alteração do *rating* soberano foram utilizadas, estritamente, as notas expedidas pela agência de classificação Standard & Poor's como parâmetro, em virtude do anúncio de alteração no *rating* soberano

realizado por essa agência assumir poder preditivo sobre as notas de crédito anunciadas por outras agências de risco (BROOKS *et al.*, 2004; GANDE, PARSLEY, 2014).

Visando atingir o objetivo proposto, será analisado o impacto de *upgrades* e *downgrades* no *rating* soberano sobre a estrutura de dívida dos bancos, utilizando dois modelos de regressão em painel, com efeitos fixos. Concomitante, a composição da dívida dos bancos será segregada no curto e longo prazo e por conta e subconta do passivo, conforme plano COSIF, de forma a verificar quais as variáveis responsáveis pela alteração na estrutura da dívida dos bancos, quando ocorrem alterações no risco de crédito do país.

3.2 MODELO EMPÍRICO

Após a coleta de dados da amostra foi definido a técnica de pesquisa mais adequada a ser aplicada para realizar a análise empírica. Ressalta-se que foi utilizada a regressão em painel, com efeitos fixos, visando avaliar o impacto de *downgrades*, *upgrades* e manutenção da nota do *rating* soberano sobre o nível de endividamento dos bancos públicos e privados, tanto no curto prazo quanto no longo prazo.

Os modelos de regressão utilizados na análise empírica, descritos por meio das equações 1 e 2, apresentam como variável dependente a “estrutura de dívida” dos bancos públicos e privados. As equações foram aplicadas em duas etapas, para cada componente da dívida, compreendendo a série temporal de 2006 a 2016.

$$\begin{aligned}
 \text{Dívida}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Downgrade}_t + \beta_2 \text{Upgrade}_t + \beta_3 \text{ROA}_{it} \\
 & + \beta_4 \text{Tangibilidade}_{it} + \beta_5 \text{Ativo Disponível}_{it} + \beta_6 \text{Crescimento PIB}_t \\
 & + \beta_7 \text{Juros}_t + \beta_8 \text{Câmbio}_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Dívida}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Downgrade}_t + \beta_2 \text{Upgrade}_t + \beta_3 \text{Downgrade}_t \times \text{Público} \\
 & + \beta_4 \text{Upgrade}_t \times \text{Público} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{Tangibilidade}_{it} \\
 & + \beta_7 \text{Ativo Disponível}_{it} + \beta_8 \text{Crescimento PIB}_t + \beta_9 \text{Juros}_t \\
 & + \beta_{10} \text{Câmbio}_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{2}$$

Em que Dívida_{it} é a variável dependente de cada banco selecionado na amostra representada por cada conta e subconta do passivo (dívida de curto prazo, dívida de longo prazo, depósitos, captação no mercado aberto, emissão de títulos, relações interfinanceiras, obrigações de empréstimos, obrigações de repasses e outras obrigações) no ano t , tanto no curto quanto no longo prazo. Como variáveis independentes, o modelo apresenta as alterações no *rating* soberano (*downgrade*, *upgrade*) e as variáveis de controle referem-se à rentabilidade dos ativos, à tangibilidade, ao ativo disponível, à variação do PIB, da taxa de juros e da taxa de câmbio. Por fim, os β são os coeficientes do modelo e ε_{it} representa o termo de erro.

Por meio das equações 1 e 2, a análise empírica busca verificar o efeito das mudanças do *rating* soberano sobre o passivo dos bancos, seja ele circulante ou não-circulante. Posteriormente, a regressão foi aplicada para cada conta do passivo, dentre elas: depósitos, captação no mercado aberto, aceites e emissão de títulos, relações interfinanceiras, obrigações por empréstimos, obrigações por repasses e outras obrigações. Esse método foi aplicado para essas variáveis tanto no curto quanto no longo prazo, com o intuito de avaliar em quais delas o efeito do *rating* é mais significativo.

O estudo empírico foi realizado em duas etapas, a primeira análise esteve voltada para medir o impacto de *downgrades* e *upgrades* sobre os componentes da dívida de curto e longo prazo. Na segunda etapa foram adicionadas as variáveis de interação ($\text{Downgrade}_t \times \text{Banco Público}$ e $\text{Upgrade}_t \times \text{Banco Público}$) para verificar se a característica do banco ser público ou privado apresenta efeitos distintos em sua variável dependente (Y_i), quando da alteração do *rating* soberano.

3.2.1 Variáveis Dependentes

A variável dependente do modelo empírico é a dívida dos bancos públicos e privados e seus componentes. Utilizou-se como proxy para medir o nível de endividamento de curto prazo e de longo prazo, o passivo circulante e o passivo não circulante, respectivamente, presente no balanço de pagamento dos bancos.

TABELA 5: DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES

Variável	Proxy	Descrição Utilizada
Dívida de Curto Prazo	Passivo circulante/ Ativo total	Obrigações com clientes, empresas e governo até 360 dias.
Dívida de Longo Prazo	Passivo não circulante/ Ativo total	Obrigações com clientes, empresas e governo com prazo superior a 360 dias.
Depósitos de Curto e Longo Prazo	Depósitos/Ativo total	Depósitos à vista, depósitos à prazo, depósito em conta de poupança e depósito interfinanceiro.
Captação no Mercado Aberto de Curto e Longo Prazo	Captação no Mercado Aberto/Ativo Total	Operações lastreadas em títulos de terceiros, como os títulos públicos, LFT, LTN e outras.
Aceites e Emissão de Títulos de Curto e Longo Prazo	Aceites e Emissão de Títulos/Ativo Total	Obrigações de aceites de letras de câmbio, letras imobiliárias, letras hipotecárias e demais títulos colocadas no mercado.

Obrigação por Empréstimos de Curto e Longo Prazo	Obrigação por Empréstimos/ Total	Empréstimos contraídos junto ao BACEN e instituições financeiras.
Obrigação por Repasse de Curto e Longo Prazo	Obrigação por Repasse/ Ativo Total	Recursos obtidos junto ao BB, BNDES, CEF, FINAME para repasse.
Outras obrigações de Curto e Longo Prazo	Outras obrigações/ Ativo Total	Obrigações pela prestação dos serviços, impostos e contribuições a recolher, entre outras.

Fonte: Elaborado pelo autor e BACEN (2016 b).

Todas as variáveis dependentes dos modelos (Y_i) foram divididas pelo ativo total de cada banco (i) no ano correspondente (t), visando padronizar as variáveis de curto e longo prazo presentes na análise empírica.

3.2.2 Variáveis Independentes e de Controle

As variáveis independentes descritas nos modelos empíricos representam os fatores que tendem a impactar a estrutura da dívida dos bancos públicos e privados. Por sua vez, as variáveis de controle atuam como fatores mediadores, visando controlar e avaliar de forma mais adequada os efeitos do *rating* soberano sobre a variável dependente dos bancos.

A tabela 6, transcrita abaixo, apresenta a relação das variáveis independentes e de controle, bem como a *proxy* utilizada e a definição das variáveis que compõem os modelos empíricos.

TABELA 6: DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES E DE CONTROLE

Variável	Proxy	Descrição Utilizada
<i>Downgrade</i>	Igual a 1, se <i>downgrade</i> Igual a 0, caso contrário	Rebaixamento da classificação da nota de crédito do país.
<i>Upgrade</i>	Igual a 1, se <i>upgrade</i> Igual a 0, caso contrário	Aumento da nota do <i>rating</i> soberano.

<i>Downgrade</i> x Público	Igual a 1, se <i>downgrade</i> e público Igual a 0, caso contrário	Representa o efeito de interação entre a deterioração do <i>rating</i> soberano em bancos públicos sobre a variável dependente.
<i>Upgrade</i> x Público	Igual a 1, se <i>upgrade</i> e público Igual a 0, caso contrário	Representa o efeito de interação entre um aumento da nota do <i>rating</i> soberano em bancos públicos.
ROA	Lucro líquido/Ativos totais	Retorno sobre os ativos de cada banco (i) em cada ano do estudo (t).
Tangibilidade	Imobilizado/Ativos Totais	Proporção de ativos tangíveis de cada banco (i) em cada ano do estudo (t).
Ativo Disponível	Caixa	Ativo de curto prazo que representa o valor disponível em caixa de cada banco (i) em cada ano do estudo (t).
Crescimento PIB	Variação do PIB	Redução ou crescimento do Produto Interno Bruto no ano (t) em relação ao ano (t-1).
Juros	Taxa de Juros	Taxa básica de juros da economia brasileira (Selic) em cada ano (t).
Câmbio	Taxa de Câmbio	Cotação do dólar em relação ao real em cada ano de estudo (t).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Capítulo 4

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Após a coleta de dados e definidos os modelos estatísticos, foram sumarizadas as informações acerca dos bancos selecionados na amostra. A tabela 7 apresenta os dados da composição da dívida segregada entre o segmento público e privado, bem como as demais variáveis do passivo utilizadas na análise.

TABELA 7: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variável	Bancos Públicos							
	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mín.	Q1	Mediana	Q3	Máx.
Dívida CP	55	0,65	0,09	0,41	0,60	0,66	0,73	0,79
Depósitos CP	55	0,38	0,12	0,17	0,27	0,37	0,46	0,66
Cap. Merc. CP	55	0,12	0,10	0,00	0,04	0,09	0,22	0,33
Emissão Tít. CP	55	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,02	0,04
Rel. Interfin. CP	55	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obrig. Emp. CP	55	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,02	0,04
Obrig. Rep. CP	55	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,02	0,03
Out. Obrig. CP	55	0,12	0,10	0,02	0,05	0,08	0,17	0,40
Dívida LP	55	0,24	0,09	0,13	0,17	0,21	0,30	0,50
Depósitos LP	55	0,13	0,09	0,01	0,05	0,11	0,18	0,40
Cap. Merc. LP	55	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02
Emissão Tít. LP	55	0,01	0,02	0,00	0,00	0,00	0,01	0,11
Rel. Interfin. LP	55	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obrig. Emp. LP	55	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Obrig. Rep. LP	55	0,02	0,01	0,00	0,01	0,02	0,03	0,05
Out. Obrig. LP	55	0,08	0,06	0,01	0,02	0,06	0,11	0,27
<i>Downgrade</i>	55	0,27	0,45	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Upgrade</i>	55	0,36	0,49	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
ROA	55	1,71	0,82	0,34	1,17	1,59	2,29	4,44
Tangibilidade	55	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,04
Ativo Disponível	55	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,04
Crescimento PIB	55	2,16	3,53	-3,80	-0,20	2,70	5,00	7,60
Juros	55	11,48	2,20	7,25	10,00	11,25	13,75	14,25
Câmbio	55	2,33	0,67	1,66	1,77	2,13	2,65	3,90

Variável	Bancos Privados							
	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mín.	Q1	Mediana	Q3	Máx.
Dívida CP	104	0,59	0,08	0,40	0,54	0,59	0,64	0,70
Depósitos CP	104	0,22	0,08	0,03	0,18	0,21	0,27	0,46
Cap. Merc. CP	104	0,14	0,11	0,00	0,04	0,13	0,19	0,48
Emissão Tít. CP	104	0,06	0,06	0,00	0,02	0,04	0,08	0,26
Rel. Interfin. CP	104	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,14
Obrig. Emp. CP	104	0,05	0,05	0,00	0,02	0,03	0,09	0,29
Obrig. Rep. CP	104	0,02	0,02	0,00	0,01	0,01	0,03	0,10
Out. Obrig. CP	104	0,10	0,07	0,01	0,03	0,08	0,14	0,30
Dívida LP	104	0,29	0,07	0,14	0,25	0,28	0,35	0,43
Depósitos LP	104	0,09	0,05	0,00	0,06	0,09	0,12	0,23
Cap. Merc. LP	104	0,02	0,03	0,00	0,00	0,00	0,03	0,13
Emissão Tít. LP	104	0,06	0,06	0,00	0,02	0,04	0,07	0,29
Rel. Interfin. LP	104	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Obrig. Emp. LP	104	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,06
Obrig. Rep. LP	104	0,03	0,03	0,00	0,01	0,02	0,05	0,20
Out. Obrig. LP	104	0,08	0,04	0,00	0,05	0,07	0,11	0,18
<i>Downgrade</i>	104	0,28	0,45	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Upgrade</i>	104	0,36	0,48	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
ROA	104	1,34	1,21	-4,68	0,77	1,55	1,94	3,36
Tangibilidade	104	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,02
Ativo Disponível	104	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,08
Crescimento PIB	104	2,10	3,49	-3,80	-0,20	2,70	5,00	7,60
Juros	104	11,45	2,20	7,25	10,00	11,25	13,75	14,25
Câmbio	104	2,34	0,67	1,66	1,77	2,13	2,65	3,90

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: *Downgrade*: rebaixamento da classificação da nota de crédito do país e equivale a 1, se *downgrade* e igual a 0, caso contrário. *Upgrade*: representa o aumento da nota do *rating* soberano e equivale a 1, se *upgrade* e igual a 0, caso contrário. ROA: retorno sobre os ativos de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). Tangibilidade: proporção de ativos tangíveis de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). Ativo Disponível: ativo de curto prazo que representa o valor disponível em caixa de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). Crescimento PIB: redução ou crescimento do Produto Interno Bruto no ano (t) em relação ao ano (t-1). Juros: taxa básica de juros da economia brasileira (Selic) em cada ano (t). Câmbio: cotação do dólar em relação ao real em cada ano de estudo (t). Ver Tabela 5 para definição das variáveis dependentes do modelo empírico.

Verifica-se que os dados utilizados no estudo totalizaram 159 observações acerca das variáveis que compõem os modelos estatísticos, sendo o total de 05 bancos públicos que equivalem a 55 observações sobre sua dívida e 10 bancos privados que correspondem a 104 observações, selecionados na amostra num intervalo de 11 anos, referente ao período de 2006 a 2016.

Entretanto, para determinados bancos não foram obtidas as informações acerca da dívida presente no balanço para todos os anos da análise, em virtude de não apresentarem ações listadas na Bolsa de Valores num determinado ano.

Por meio da tabela 7, constata-se que os bancos públicos e privados, em média, para os anos de 2006 a 2016, apresentam um nível de endividamento total superior a 85% em relação aos seus ativos, concentrando maior volume no curto prazo, quando comparado com o longo prazo. É comum esse segmento de mercado, apresentar um índice de alavancagem tão alto, em virtude da necessidade de manterem o *funding* de suas operações de crédito e, como consequência a rentabilidade de suas transações, a partir de uma estrutura robusta de captação de recursos (ADAMS, BURTON, HARDWICK, 2003).

No que tange aos bancos públicos, verifica-se, a partir da tabela 7, que as principais contas responsáveis pela composição da dívida de curto prazo são as variáveis depósitos mantidos pelas pessoas físicas, jurídicas e governo (38%), captação no mercado aberto (12%) e outras obrigações (12%). Em relação a dívida de longo prazo, também nota-se expressividade para as contas de depósitos (13%) e outras obrigações (8%). Dessa forma, pode-se inferir que os bancos públicos apresentam sua estrutura de dívida bastante concentrada na conta de depósitos tanto no curto quanto no longo prazo.

Nota-se que para os bancos privados, a composição do passivo é mais diversificada, sendo que no curto prazo as contas com maior volume são os depósitos (22%), captação no mercado aberto (14%), outras obrigações (10%), emissão de títulos (6%) e obrigações com empréstimos (5%). No longo prazo, as contas de depósitos (9%), emissão de títulos (6%) e outras obrigações (3%) apresentam maior representatividade.

4.1.1 Comparando os Bancos em Diferentes Cenários Econômicos

A tabela 8 apresenta o teste de diferença de médias para as variáveis utilizadas na análise empírica. O teste foi realizado em momentos distintos da economia doméstica, representados pelos anos de 2005 x 2006-2008 (painel A), e os anos de 2009-2013 x 2014-2016 (painel B), na tentativa de elucidar se os bancos públicos apresentam características diferentes acerca da composição da dívida, em relação aos bancos privados.

TABELA 8: TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS POR PERÍODO ENTRE OS BANCOS PÚBLICOS E PRIVADOS

Painel A: Comparação entre Bancos Públicos e Privados em 2005 x 2006-2008

Variável	2005			2006 - 2008		
	Média Bco Púb.	Média Bco Priv.	p-valor	Média Bco Púb.	Média Bco Priv.	p-valor
Dívida CP	0,683	0,575	0,171	0,707	0,601	0,000***
Depósitos CP	0,450	0,283	0,104	0,437	0,241	0,000***
Cap. Merc. CP	0,095	0,131	0,564	0,126	0,156	0,405
Emissão Tít. CP	0,001	0,004	0,114	0,003	0,014	0,006***
Rel. Interfin. CP	0,001	0,001	0,893	0,000	0,007	0,109
Obrig. Emp. CP	0,012	0,019	0,356	0,016	0,062	0,015**
Obrig. Rep. CP	0,016	0,014	0,848	0,014	0,013	0,819
Out. Obrig. CP	0,103	0,116	0,793	0,107	0,101	0,794
Dívida LP	0,177	0,267	0,034**	0,166	0,261	0,000***
Depósitos LP	0,082	0,083	0,968	0,090	0,103	0,392
Cap. Merc. LP	0,003	0,031	0,144	0,003	0,018	0,071*
Emissão Tít. LP	0,010	0,017	0,453	0,002	0,029	0,000***
Rel. Interfin. LP	0	0	-	0,000	0,001	0,462
Obrig. Emp. LP	0,003	0,009	0,383	0,001	0,011	0,006***
Obrig. Rep. LP	0,017	0,034	0,308	0,014	0,023	0,146
Out. Obrig. LP	0,060	0,091	0,341	0,053	0,075	0,128
ROA	2,542	2,603	0,955	2,532	1,957	0,018**
Tangibilidade	0,021	0,007	0,065*	0,015	0,004	0,000***
Ativo Disponível	0,015	0,011	0,429	0,012	0,009	0,089*

Painel B: Comparação entre Bancos Públicos e Privados em 2009-2013 x 2014-2016

Variável	2009 a 2013			2014 a 2016		
	Média Bco Púb.	Média Bco Priv.	p-valor	Média Bco Púb.	Média Bco Priv.	p-valor
Dívida CP	0,657	0,574	0,000***	0,591	0,603	0,693
Depósitos CP	0,381	0,231	0,000***	0,307	0,197	0,001**
Cap. Merc. CP	0,110	0,133	0,405	0,134	0,108	0,371
Emissão Tít. CP	0,003	0,048	0,000***	0,024	0,109	0,000***
Rel. Interfin. CP	0,001	0,004	0,298	0,001	0,001	0,824
Obrig. Emp. CP	0,012	0,049	0,000***	0,011	0,049	0,006**
Obrig. Rep. CP	0,011	0,019	0,054*	0,013	0,023	0,139
Out. Obrig. CP	0,135	0,086	0,019**	0,098	0,111	0,638
Dívida LP	0,233	0,308	0,000***	0,310	0,300	0,684
Depósitos LP	0,132	0,105	0,083*	0,157	0,053	0,000***
Cap. Merc. LP	0,001	0,020	0,009**	0,002	0,024	0,030**
Emissão Tít. LP	0,009	0,061	0,000***	0,027	0,084	0,011**
Rel. Interfin. LP	0,000	0,001	0,523	0	0	-
Obrig. Emp. LP	0,001	0,007	0,022**	0,001	0,009	0,018**
Obrig. Rep. LP	0,022	0,036	0,093*	0,028	0,033	0,576
Out. Obrig. LP	0,065	0,075	0,335	0,093	0,085	0,673
ROA	1,561	1,317	0,276	1,130	0,798	0,434
Tangibilidade	0,007	0,004	0,020**	0,006	0,003	0,007**
Ativo Disponível	0,013	0,009	0,024**	0,010	0,012	0,623

***, **, *, significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: *Downgrade*: rebaixamento da classificação da nota de crédito do país e equivale a 1, se *downgrade* e igual a 0, caso contrário. *Upgrade*: representa o aumento da nota do *rating* soberano e equivale a 1, se *upgrade* e igual a 0, caso contrário. ROA: retorno sobre os ativos de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). Tangibilidade: proporção de ativos tangíveis de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). Ativo Disponível: ativo de curto prazo que representa o valor disponível em caixa de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). Ver Tabela 5 para definição das variáveis dependentes do modelo empírico.

Por meio do teste de diferença de médias, cujo resultado está demonstrado na tabela 8, pretende-se comparar se as variáveis que compõem a estrutura de dívida dos bancos públicos e privados são diferentes nos períodos que antecedem às movimentações de alteração do *rating* soberano (anos de 2005 e o período de 2009-2013) e quando da ocorrência de *upgrades* (2006-2008) e *downgrades* na nota de risco do país (2014-2016). Dessa forma, será possível avaliar se a princípio existe algum indicativo de que a estrutura da dívida pode estar se alterando, em virtude dos efeitos da mudança do *rating* soberano,

de forma diferenciada entre o segmento público e o privado, dada suas características.

De forma analítica, à luz da tabela 8, verifica-se que no ano de 2005 apenas a conta dívida de longo prazo apresenta diferença de médias significativa entre o banco público e o banco privado. Entretanto, quando da ocorrência de upgrades, anos de 2006 a 2008, várias contas do passivo apresentam diferença de médias significativa, havendo, portanto maior impacto na estrutura de dívida dos bancos, principalmente quando da mudança na classificação da nota do país.

Analisando o período de 2009 a 2013 (painel B), anos que antecedem a sequência de *downgrades* no *rating* soberano, e nos anos que ocorrem de fato o rebaixamento da nota de risco do país (2014-2016) constata-se também que algumas contas e subcontas do passivo apresentam diferença de médias significativa, tanto no curto prazo quanto no longo prazo.

Portanto, notam-se indícios de que as diferenças existentes na composição da dívida entre os bancos públicos e privados, não tem origem apenas nas características de capital, gestão e controle entre essas instituições financeiras. Em última instância, pode-se afirmar que os bancos estão sofrendo os efeitos de alteração do *rating* soberano, por meio de suas fontes de captação de recursos. Dessa forma, se torna relevante a inserção de variáveis de controle para a realização da análise empírica, visando mitigar possíveis riscos de viés nos modelos de regressão aplicados no estudo.

4.2 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS DO MODELO

Os resultados obtidos por meio da análise empírica, com vistas a identificar o impacto do *rating* soberano sobre a estrutura da dívida dos bancos públicos e privados, são apresentados por meio das tabelas 9 e 10. Na tentativa de elucidar em qual variável do passivo, o efeito das alterações da nota de risco do país exerce maior influência, os modelos foram também estimados de forma detalhada para cada componente da dívida, tanto no curto prazo quanto no longo prazo.

TABELA 9: EFEITO DO *RATING* SOBERANO SOBRE A ESTRUTURA DA DÍVIDA DE CURTO E LONGO PRAZO

Painel A: Dívida de Curto Prazo e seus Componentes

	Dívida CP	Depós.	Cap. Merc.	Emis. Título	Rel. Interf.	Obrig. Emp.	Obrig. Rep.	Outra Obrig
Down	-0,01	-0,02	-0,03	0,04**	-0,06	-0,03	0,03	0,05
Up	0,03**	0,01	0,02	-0,01*	-0,03	0,01***	-0,02	0,08
ROA	-0,09	0,01	-0,01	-0,02	-0,01	-0,02	-0,01	0,01
Tang.	-1,91	0,35	-2,43*	1,61**	-0,09	-0,01	0,32	-1,60**
Caixa	0,12	2,41**	-3,48***	-0,25	-0,05	0,10	0,05	1,32***
PIB	-0,01	-0,03*	-0,02	0,01	0,01	0,01*	-0,01	0,01
Juros	0,01	0,01	0,01	-0,01*	0,01	-0,01	0,01	-0,01
Câmbio	-0,03	-0,04***	-0,02	0,03**	-0,03	0,01***	-0,01	0,01
N	159	159	159	159	159	159	159	159
R ²	9,82	28,13	26,17	45,91	5,86	7,42	8,27	14,49

Painel B: Dívida de Longo Prazo e seus Componentes

	Dívida LP	Depós.	Cap. Merc.	Emis. Título	Rel. Interfi.	Obrig. Emp.	Obrig. Rep.	Outra Obrig.
Down	0,08	-0,04**	0,01*	0,02**	-0,01	-0,004**	0,01	0,01
Up	-0,03***	-0,01**	0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01*	-0,01
ROA	-0,01	-0,07	0,01	0,01	0,01	0,01**	0,01	-0,01
Tang.	0,24	-1,07	0,41	0,94	-0,01	-0,09	-0,13	0,09
Caixa	0,62	0,04	-0,08	-0,25	-0,01	-0,05	0,11	-0,03
PIB	0,03	-0,01***	0,01	0,01***	-0,01	-0,01	0,01*	0,01
Juros	-0,04	0,01*	-0,01	-0,01**	0,01	0,01	-0,01	0,01
Câmbio	0,03*	-0,03*	0,01	0,05***	-0,01	0,01	0,01	0,01
N	159	159	159	159	159	159	159	159
R ²	18,81	7,72	7,55	24,68	3,76	8,02	11,28	10,39

***, **, *, significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: *Down*: rebaixamento da classificação da nota de crédito do país e equivale a 1, se *downgrade* e igual a 0, caso contrário. *Up*: representa o aumento da nota do *rating* soberano e equivale a 1, se *upgrade* e igual a 0, caso contrário. ROA: retorno sobre os ativos de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). Tang.: proporção de ativos tangíveis de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). Caixa: ativo de curto prazo que representa o valor disponível em caixa de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). PIB: redução ou crescimento do Produto Interno Bruto no ano (t) em relação ao ano (t-1). Juros: taxa básica de juros da economia brasileira (Selic) em cada ano (t). Câmbio: cotação do dólar em relação ao real em cada ano de estudo (t). Ver Tabela 5 para definição das variáveis dependentes do modelo empírico.

Quando da ocorrência de *upgrades* no *rating* soberano, a dívida de curto prazo das instituições financeiras aumenta e a dívida de longo prazo diminui na mesma proporção, ao nível de significância de 5% e 1%, respectivamente, conforme demonstrado na tabela 9, painel A e B. Nesses momentos de aquecimento da economia doméstica, os bancos públicos e privados estão se endividando mais no curto prazo para suprir a demanda por crédito dos clientes em geral, havendo uma migração do passivo não circulante para o passivo circulante. Esse resultado encontrado vai de encontro a hipótese 2 traçada pela pesquisa.

Verifica-se que o aumento da dívida dos bancos no curto prazo, nos momentos de *upgrades*, é explicado principalmente pelo aumento da conta Obrigações por Empréstimos, em virtude do aumento no volume de empréstimos contraído junto às outras instituições financeiras. No que tange a dívida de longo prazo, essa é reduzida, pela queda nas contas de Depósitos e Obrigações por Repasse dos bancos. Em relação à conta de Depósitos, essa redução é justificada, pois os clientes estão permanecendo com os recursos depositados por um prazo menor, devido à necessidade de efetuarem resgates de seu dinheiro para o consumo. No que tange a conta Obrigações por Repasse, em virtude do menor volume depositado em conta pelos mutuários, menor será o recurso de compulsório a repassar ao BACEN.

Em consonância com o arcabouço teórico (KAMINSKY, SCHMUKLER, 2002), os resultados encontrados demonstram que no período de crescimento da economia do país, a concessão de crédito dos bancos aumenta, logo a dívida de curto prazo tende a aumentar, em virtude de existir no país menor risco de calote. Os bancos, por sua vez, estão buscando rentabilizar suas operações, concedendo crédito aos mutuários com retorno a longo prazo por meio da aquisição de dívida de curto prazo, como consequência está especulando no longo prazo com passivo de curto prazo, conforme demonstrado nos estudos dos autores Bolton e Jeanne (2011).

Após estimar o modelo transcrito por meio da equação 1, foi aplicado a regressão em painel para a equação 2, com a inclusão das variáveis de interação “*downgrade* x banco público” e “*upgrade* x banco público”, visando avaliar se o impacto das mudanças no *rating* soberano é distinto entre os bancos públicos e privados. O resultado dessa estimativa está apresentado na tabela 10.

TABELA 10: EFEITO DO *RATING* SOBERANO SOBRE A ESTRUTURA DA DÍVIDA DE CURTO E LONGO PRAZO DOS BANCOS PÚBLICOS X PRIVADOS

Painel A: Dívida de Curto Prazo e seus Componentes

	Dívida CP	Depós.	Cap. Merc.	Emis. Título	Rel. Interf	Obrig. Emp.	Obrig. Rep.	Outra Obrig
Down	0,02	-0,01	-0,03	0,05***	-0,01	-0,01	0,01	0,02*
DowPúb	-0,09*	-0,03	0,03	-0,04**	0,01	-0,01	-0,01	-0,04**
Up	0,02	0,01	0,02	-0,02**	-0,01	0,01***	-0,01	0,01*
UpPúb	0,03	0,05**	-0,02	0,03***	-0,01	-0,01	0,01*	-0,02*
ROA	-0,01	0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01*	-0,01	0,01
Tang.	-3,53**	-1,11	-1,67	0,53**	-0,02	0,12	0,17	-1,53*
Caixa	-0,34	2,22**	-3,31***	-0,47	-0,03	0,08	0,02	1,13***
PIB	-0,01	-0,01**	-0,01	0,01	0,01	0,01*	-0,01	0,01
Juros	0,01	0,01	0,01	-0,01	0,01	-0,01	0,01	-0,01
Câmbio	-0,02	-0,04**	-0,02	0,02**	-0,01	0,01**	-0,01	0,01
n	159	159	159	159	159	159	159	159
R ²	22,34	33,84	28,42	54,78	6,79	8,13	10,79	22,53

Painel B: Dívida de Longo Prazo e seus Componentes

	Dívida LP	Depós.	Cap. Merc.	Emis. Título	Rel. Interf	Obrig. Emp.	Obrig. Rep.	Outra Obrig.
Down	-0,02	-0,06***	0,01*	0,02*	-0,01	-0,004**	0,01	0,01
DowPúb	0,09*	0,07*	-0,01	-0,01	0,01	-0,01	0,01	0,01
Up	-0,03*	-0,01	0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
UpPúb	-0,02	-0,02	-0,01	0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02
ROA	-0,01	-0,01**	0,01	0,01	0,01	0,01*	0,01	-0,01
Tang.	1,64	0,27	0,40	0,54	-0,01	-0,10	-0,17	0,62
Caixa	1,07***	0,44*	-0,11	-0,31	-0,01	-0,06	0,15	0,07
PIB	0,01*	-0,01**	0,01	0,01***	-0,01	-0,01	0,01*	0,01
Juros	-0,01	0,01	-0,01	-0,01**	0,01	0,01	-0,01	0,01
Câmbio	0,04**	-0,03*	0,01	0,05***	-0,01	0,01	0,01	0,01
N	159	159	159	159	159	159	159	159
R ²	29,43	24,39	8,56	25,60	3,91	8,31	12,09	14,96

***, **, *, significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: *Down*: rebaixamento da classificação da nota de crédito do país e equivale a 1, se *downgrade* e igual a 0, caso contrário. *DownPúb*: representa o efeito da interação entre a deterioração do *rating* soberano em bancos públicos sobre a variável dependente. *Up*: representa o aumento da nota do *rating* soberano e equivale a 1, se *upgrade* e igual a 0, caso contrário. *UpPúb*: representa o efeito da interação entre o aumento da nota do *rating* soberano em bancos públicos. ROA: retorno sobre os ativos de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). Tang.: proporção de ativos tangíveis de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). Caixa: ativo de curto prazo que representa o valor disponível em caixa de cada banco (i) em cada ano do estudo (t). PIB: redução ou crescimento do Produto Interno Bruto no ano (t) em relação ao ano (t-1). Juros: taxa básica de juros da economia brasileira (Selic) em cada ano (t). Câmbio: cotação do dólar em relação ao real em cada ano de estudo (t). Ver Tabela 5 para definição das variáveis dependentes do modelo empírico.

Ao segmentar o mercado entre bancos públicos e privados, tabela 10, verifica-se que quando da ocorrência de *upgrades* do risco de crédito do país, a dívida de longo prazo dos bancos privados diminuiu, painel B, seguindo a tendência desse segmento de mercado que busca atender a demanda por crédito, já que as expectativas de mercado tornam-se menos conservadoras.

Quando a estrutura da dívida dos bancos é segregada por cada conta do passivo, constata-se que o Depósito de Curto Prazo é influenciado pelo Ativo Disponível (Caixa), Crescimento do PIB e Variação da Taxa de Câmbio. No período de *upgrade*, tabela 9, painel A, o volume de Depósitos de Curto Prazo

mantidos pelos clientes nos bancos públicos cresce 5% em relação aos ativos totais, com 95% de confiança.

O referido aumento no volume de depósitos dos bancos públicos, no curto prazo, é explicado pela conta de depósitos judiciais, que recebem recursos expressivos da administração pública, já que tradicionalmente esses recursos são direcionados para os bancos federais, como a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil, bem como para os bancos estaduais (BACEN, 2016a).

No que tange a variável Emissão de Títulos de Curto Prazo, a elevação da nota de risco do país provoca aumento das obrigações por aceites e emissão de letras imobiliárias, letras de câmbio, letras hipotecárias e demais títulos para os bancos públicos, entretanto a referida conta apresenta redução para os bancos privados. Tal fato é explicado, em virtude dos bancos públicos terem que manter linhas de crédito voltadas aos programas públicos e sociais, como crédito agrícola e crédito ao microempreendedor, tendo que lançar mão da emissão desses títulos no curto prazo para atender a demanda de um público específico, que não encontra essas linhas de crédito subsidiadas pelo governo nos bancos privados (ARAÚJO, NETO, MELO, 2007).

Para a conta Obrigações por Empréstimo no Curto Prazo ocorre um aumento de seu volume assim como acontece para a variável Outras Obrigações de Curto Prazo dos bancos privados, em momentos de *upgrade*. Esses bancos, em momentos de aquecimentos da economia, optam por alavancar sua estrutura de dívidas no curto prazo, por meio principalmente da aquisição de empréstimos no exterior.

Ainda verifica-se que a elevação do *rating* foi significativo para a variável Obrigações por Repasse de Curto Prazo, painel A, ao nível de 10% de

significância. No curto prazo ocorreu elevação dessa conta, especificamente para os bancos públicos, em virtude da natureza de suas fontes de captação de recursos, como o BNDES, o FINAME e outras instituições financeiras (BACEN, 2016b).

Nesse sentido, verificou-se que nos anos em que ocorreu *upgrade* do *rating* soberano, a dívida de curto prazo apresentou aumento, influenciada principalmente pelas contas de Obrigações por Empréstimos dos bancos em geral, ao nível de confiança de 95%, conforme demonstrado na tabela 9, painel A. Quando o segmento bancário é segregado em bancos públicos e bancos privados, a alteração da estrutura da dívida de curto prazo não se mostrou significativa, tabela 10, painel A, apesar de ter ocorrido mudanças em algumas contas do passivo circulante.

No que tange a estrutura da dívida de longo prazo dos bancos privados (tabela 9, painel B), esta foi reduzida quando do aquecimento da economia, com 90% de confiança, já que as instituições financeiras estão especulando no longo prazo com dívida de curto prazo. Essa constatação está em consonância com os estudos apresentados por Correa *et al.* (2014).

Por outro lado, em momentos de *downgrade* do *rating* soberano, a dívida de curto prazo dos bancos públicos diminui e a de longo prazo aumenta na mesma proporção, ao nível de significância de 10% para ambos os casos. Dessa forma, pode-se afirmar que os bancos públicos, quando da instabilidade da economia do país, estão transferindo seu passivo de curto prazo para o longo prazo, como mecanismo de segurança, visando mitigar os riscos de liquidez e solvência (DELL'ARICCIA, DETRAGIACHE, RAJAN, 2008). Entretanto, a hipótese 1 apresentada pelo estudo, que diz haver aumento da dívida de curto

prazo e redução da de longo prazo vai de encontro ao resultado obtido a luz dos bancos públicos.

No curto prazo, a dívida dos bancos públicos sofreu uma queda, ocasionada pela redução nas contas Emissão de Títulos e Outras Obrigações. A redução na conta de Emissão de Títulos é explicada, em virtude de em períodos de instabilidade da economia há uma menor procura dos clientes em geral por investimento, como por exemplo, as letras de crédito. No que tange a conta Outras Obrigações essa é reduzida, pois os bancos apresentam redução de suas receitas, ocasionada principalmente pelo aumento da inadimplência, pelo custo dos empréstimos e pela redução da oferta de crédito, como consequência os bancos irão recolher menos impostos, arrecadar menos tributos com operações de crédito, de câmbio e outras.

Analisando o cenário no longo prazo, a estrutura da dívida dos bancos públicos aumenta, em virtude principalmente da elevação no volume de depósitos. Contrário aos bancos privados, que o nível de recursos alocados nessa conta reduz, os bancos públicos, por sua vez, apresentam aumento, pois o volume de depósitos com prazo superior a 360 dias é suprido, principalmente pela conta de depósitos de governo, que fornecem subsídios em períodos de stress da economia para os bancos vinculados ao país, somado ao fato dos recursos de depósitos em contas judiciais que tendem a ser direcionados às instituições financeiras públicas (BACEN, 2016a). Concomitante, tradicionalmente os bancos públicos mantem os depósitos como principal fonte de captação de recursos, já que essa conta atua como *funding* das operações de crédito agrícola, habitacional e às pequenas empresas. Essas são as

vertentes que explicam o aumento da estrutura de dívida de longo prazo dos bancos públicos, em momentos de *downgrade* do *rating* do país.

Insta salientar que para o autor Diamond (2004), em momentos de deterioração da economia, as empresas e bancos instalados no país tendem a aumentar sua estrutura de dívida no curto prazo, em virtude principalmente dos problemas de liquidez dos ativos, da ameaça de “corridas bancárias” e da maior probabilidade de risco sistêmico. Por sua vez, os mutuários em geral terão uma maior percepção de risco e tendem a manter seus recursos depositados e investidos nos bancos por um prazo menor.

Ainda sob a ótica da pesquisa apresentada por Diamond (2004) e de forma a contribuir para o arcabouço teórico, o presente estudo verificou, quando da ocorrência de *downgrades* do *rating* soberano, há uma migração da dívida dos bancos privados para os bancos públicos. Tal fato se verifica no país, em virtude das instituições financeiras públicas serem reconhecidas pela sociedade como menos arriscadas, pois o governo atua como “avalista”, por meio da injeção de capital, em momentos de stress da economia doméstica, visando evitar seu fracasso. Essa constatação se verifica, principalmente para a conta de Depósitos de Longo Prazo (painel B).

No que tange aos estudos de Gande e Parsley (2014), a deterioração do *rating* soberano tem efeito direto no *rating* dos bancos que atuam no país, pois a incerteza de mercado aumenta. Nesses momentos de instabilidade da economia, verifica-se aumento da taxa de juros, logo para os clientes tomarem crédito junto aos bancos fica mais caro, e como consequência a demanda por crédito diminui. No referido cenário, tem-se, portanto, redução da dívida de curto

prazo das instituições financeiras com apoio do governo, e a dívida de longo prazo tende a aumentar.

Para Gennaioli, Martin, Rossi (2014), a instabilidade da economia doméstica seguida pelo rebaixamento da nota de risco do país, tende a afetar a estrutura de dívida dos bancos no curto e no longo prazo. Estes por sua vez, buscam mecanismos para manter seu volume de captação de recursos no mercado, na tentativa de dirimir os efeitos sobre suas receitas, ocasionados principalmente pelo aumento da inadimplência, do custo dos empréstimos, da redução da oferta de créditos, dentre outros fatores.

Analisando o passivo de forma segregada por conta e subconta do passivo, em períodos de rebaixamento do *rating* soberano, pode-se afirmar ao nível de significância de 1%, que há uma redução na conta de Depósitos e Obrigações por Empréstimos no Longo Prazo dos bancos privados (tabela 10, painel B). A queda ocorrida no nível de depósitos desses bancos é explicada principalmente pela redução no volume de recursos na conta de depósitos à vista e depósitos à prazo, em virtude da ocorrência dos resgates das aplicações, dada a necessidade do uso do dinheiro, já que em períodos de instabilidade da economia, o mercado preconiza instabilidade e incerteza (KAMINSKY, SCHUMKLEN, 2002).

Pode-se inferir que a redução nessas contas do passivo não chegam a impactar a estrutura da dívida de longo prazo dos bancos privados, pois a queda dessas contas é suprida pelo aumento no volume de recursos das contas Captação no Mercado Aberto e Emissão de Títulos Mobiliários.

Em relação a conta Captação de Recursos no Longo Prazo, painel B da tabela 10, verifica-se que em momentos de *downgrade* do *rating* soberano, os

bancos privados aumentam sua demanda por obrigações lastreadas em títulos de terceiros. Segundo os autores Araújo, Neto e Melo (2007), o Open Market é um dos produtos mais utilizado por bancos privados, devido principalmente sua carteira de clientes *prime* e *subprime*.

De forma análoga, mesmo processo de elevação ocorre quando da deterioração da economia na conta de Emissão de Títulos dos bancos privados, tanto no curto prazo quanto no longo prazo. O aumento no volume das obrigações com LF, LCI e LCA vem crescendo no mercado bancário, principalmente no segmento privado, que segundo dados da CETIP, o incremento foi de 21%, 61% e 20%, respectivamente, no ano de 2014 quando comparado ao ano anterior.

Em detrimento ao período de *upgrades* do *rating* soberano, em momentos de desaceleração da economia, a conta Obrigações por Empréstimos no Longo Prazo é reduzida, já que os bancos, assim como as demais empresas do mercado doméstico se endividam menos em períodos de instabilidade da economia do país, dado o impacto sofrido em suas receitas financeiras e (ACHARYA, DRECHSLER, SCHNABL, 2014).

Por fim, a última variável impactada pelas alterações no *rating* do país é a conta Outras Obrigações no Curto Prazo para os bancos públicos. Essa ocorrência é justificável e tende a explicar a estrutura de dívida das instituições públicas, que em momentos de *downgrade*, migram seu passivo de longo prazo para o curto prazo, como mecanismo de prevenção à crise.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

Em consonância com o arcabouço teórico (CORREA *et al.*, 2014; BOLTON, JEANNE, 2011), a presente pesquisa verificou que alterações no *rating* soberano tende a impactar a estrutura da dívida dos bancos instalados no país. Esse efeito se mostrou significativo tanto no curto prazo quanto no longo prazo, bem como para o segmento público e para o privado.

Dada as características distintas existentes entre os bancos controlados pelo governo e os bancos privados, o estudo constatou que quando da ocorrência de *downgrades* e *upgrades* na nota de risco do país, altera-se a composição da dívida desses bancos de forma diferenciada. Sendo que, as instituições financeiras públicas são mais sensíveis a mudanças do *rating* soberano, principalmente quando da ocorrência de rebaixamentos na classificação do país (JOHNSON, 1997).

Quando da deterioração da economia do país, constatou-se por meio da análise empírica que os bancos públicos procuram se envidar mais no longo prazo e reduzir sua estrutura de dívida no curto prazo, devido principalmente a instabilidade no mercado doméstico, além de ser um mecanismo para mitigação dos riscos de solvência e liquidez (CORREA *et al.*, 2014).

O aumento no nível de endividamento de longo prazo pelos bancos públicos é explicado, principalmente pelo aumento das contas de Depósitos, que é suprida pelos recursos depositados nas contas de governo, bem como pelos depósitos em contas judiciais que tradicionalmente são destinados aos bancos públicos. Por outro lado, a redução da estrutura da dívida de curto prazo é

provocada pela diminuição no volume de recursos das contas Emissão de Títulos Mobiliários e Outras Obrigações, devido principalmente a queda na emissão de letras de crédito, como LCA e LCI, dado que os bancos públicos, apresentam pouco *funding* nesses momentos da instabilidade da economia doméstica para emissão dos referidos títulos.

No que tange aos períodos de *upgrade* do *rating* soberano, tem-se queda da dívida de longo prazo e aumento da dívida de curto prazo, conforme demonstrado na tabela 9, painel A e B. Dado o aquecimento da economia, os bancos buscam se alavancar no curto prazo para atender a demanda dos mutuários em geral por crédito, bem como aumentar a rentabilidade de seus ativos, conforme explanado em estudos anteriores (GROPP, VESALA, VULPES, 2002).

Concomitante, verifica-se que os bancos instalados no país estão se endividando mais no curto prazo, em virtude principalmente do aumento no volume de empréstimos contraídos junto à outras instituições financeiras. Em relação ao longo prazo, há uma redução da dívida, devido aos mutuários em geral permanecerem com os recursos depositados e investidos nos bancos por um prazo menor, dado que o aquecimento da economia doméstica tende a incentivar o consumo interno.

Na tentativa de elucidar em quais contas do passivo circulante e não-circulante são mais impactadas pelos efeitos do *rating* soberano, verificou-se por meio da análise empírica que entre as principais fontes de financiamento das instituições financeiras, se destacam a carteira de depósitos à vista, depósitos de poupança, depósitos à prazo, captação de recursos no mercado aberto, emissão de títulos, obrigações por empréstimos, bem como outras obrigações.

Segundo os autores Soares e Sobrinho (2008), essas variáveis apresentam maior representatividade na estrutura da dívida dos bancos públicos e privados no Brasil.

REFERÊNCIAS

ACHARYA, Viral; DRECHSLER, Itamar; SCHNABL, Philipp. A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 6, p. 2689-2739, 2014.

ADAMS, Mike; BURTON, Bruce; HARDWICK, Philip. The determinants of credit ratings in the United Kingdom insurance industry. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, n. 3-4, p. 539-572, 2003.

ADELINO, Manuel; FERREIRA, Miguel A. Bank ratings and lending supply: Evidence from sovereign downgrades. **Review of Financial Studies**, p. hhw004, 2016.

ARAÚJO, Luiz Alberto D.; NETO, Jorge; DE MELO, Paulo. Risco e competição bancária no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 175-200, 2007.

AYUSO, Juan; PÉREZ, Daniel; SAURINA, Jesús. Are capital buffers pro-cyclical?: Evidence from Spanish panel data. **Journal of Financial Intermediation**, v. 13, n. 2, p. 249-264, 2004.

BACEN. Banco Central do Brasil. **Informações para análise econômico-financeira: 50 maiores bancos e o consolidado do Sistema Financeiro Nacional**. Brasília (DF), dez. 2015.

_____. Banco Central do Brasil. **Informações cadastrais e contábeis do Sistema Financeiro Nacional**. Brasília (DF), set. 2016a.

_____. Banco Central do Brasil. **Plano de Contas das Instituições Financeiras**. Brasília (DF), set. 2016b.

BOLTON, Patrick; JEANNE, Olivier. Sovereign default risk and bank fragility in financially integrated economies. **IMF Economic Review**, v. 59, n. 2, p. 162-194, 2011.

BOOTH, Laurence *et al.* Capital structures in developing countries. **The Journal of Finance**, vol. 56, n. 1, p. 87-130, 2001.

BORENSZTEIN, Eduardo; PANIZZA, Ugo. The costs of sovereign default. **IMF Economic Review**, v. 56, n. 4, p. 683-741, 2009.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2001.

BRITO, G. A. Silva; NETO, A. Assaf; CORRAR, L. João. Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 28-43, 2009.

BROOKS, Robert *et al.* The national market impact of sovereign rating changes. **Journal of Banking & Finance**, v. 28, n. 1, p. 233-250, 2004.

CANUTO, Otaviano; DOS SANTOS, Pablo F. Pereira; DE SÁ PORTO, Paulo C. Macroeconomics and sovereign risk ratings. **Journal of International Commerce, Economics and Policy**, v. 3, n. 02, 2012.

CORREA, Ricardo *et al.* Sovereign credit risk, banks' government support, and bank stock returns around the world. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 46, n. s1, p. 93-121, 2014.

DAMASCENO, D. L.; ARTES, R.; MINARDI, A. M. A. F. Determinação de rating de crédito de empresas brasileiras com a utilização de índices contábeis. **Revista de Administração**, v. 43, n. 4, p. 344-355, 2008.

DELL'ARICCIA, Giovanni; DETRAGIACHE, Enrica; RAJAN, Raghuram G. The real effect of banking crises. **Journal of Financial Intermediation**, v. 17, n. 1, p. 89-112, 2008.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; HUIZINGA, Harry. Are banks too big to fail or too big to save? International evidence from equity prices and CDS spreads. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 3, p. 875-894, 2013.

DENIS, David J.; MIHOV, Vassil T. The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings. **Journal of Financial Economics**, v. 70, n. 1, p. 3-28, 2003.

DIAMOND, Douglas W. Presidential address, committing to commit: short-term debt when enforcement is costly. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1447-1479, 2004.

DINIZ, Tiago; AMARAL, Hudson; FERREIRA, Bruno. Avaliação do risco soberano: o impacto de variáveis econômicas, políticas e sociais. **Economia Global e Gestão**, v. 17, n. 3, p. 09-31, 2012.

EJSING, Jacob; LEMKE, Wolfgang. The Janus-headed salvation: Sovereign and bank credit risk premia during 2008–2009. **Economics Letters**, v. 110, n. 1, p. 28-31, 2011.

FITCH RATINGS. Sovereign Rating Methodology. New York: **Fitch Ratings**, 1998.

_____. Formulário de Referência: ano-base 2014. New York: **Fitch Ratings**, 2015.

GANDE, Amar; PARSLEY, David C. Sovereign credit ratings, transparency and international portfolio flows. **Social Science Research Network**, 2014.

GENNAIOLI, Nicola; MARTIN, Alberto; ROSSI, Stefano. Sovereign default, domestic banks, and financial institutions. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 2, p. 819-866, 2014.

GROPP, Reint; VESALA, Jukka M.; VULPES, Giuseppe. **Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility**. 2002.

GÜVEN, S.; PERSENTILI, E. A linear programming model for bank balance sheet management. **Omega**, v. 25, n. 4, p. 449-459, 1997.

HAND, John R. M.; HOLTHAUSEN, Robert W.; LEFTWICH, Richard. W. The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 2, p. 733-752, 1992.

IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Dados Macroeconômicos**. Disponível em: www.ipeadata.gov.br. Acesso em: 10 dez. 2015.

JOHNSON, Shane A. An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 32, n. 01, p. 47- 69, 1997.

JUNIOR, Ness; ZANI, João. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista de Administração**, v. 36, n. 2, p. 89-102, 2001.

KAMINSKY, Graciela; SCHMUKLER, Sérgio L. Emerging market instability: do sovereign ratings affect country risk and stock returns? **The World Bank Economic Review**, v. 16, n. 2, p. 171-195, 2002.

KISGEN, Darren J.; STRAHAN, Philip E. Do regulations based on credit ratings affect a firm's cost of capital?. **Review of Financial Studies**, 2010.

LEE, Kuan-Hui; SAPRIZA, Horacio; WU, Yangru. Sovereign debt ratings and stock liquidity around the world. **Journal of Banking & Finance**, v. 73, p. 99-112, 2016.

LI, Huimin *et al.* The impact of sovereign rating changes and financial contagion on stock market returns: Evidence from five Asian countries. **Global Finance Journal**, v. 19, n. 1, p. 46-55, 2008.

MARKOSKI, Ângela Silva; MOREIRA, Roberto Moreno. Efeitos do rating soberano brasileiro sobre o Ibovespa: observações entre janeiro de 1994 e julho de 2003. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 33, p. 177-231, 2010.

MATOS, Paulo Rogério Faustino; COSTA, João Henrique Lemos. Análise do impacto da classificação de risco no mercado de crédito brasileiro. **Planejamento e Políticas Públicas**, n. 39, 2012.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. Sovereign Bond Defaults, Rating Transitions, and Recoveries. New York: **Moody's Investors Services**, 2003.

_____. Bank Financial Strength Ratings: Global Methodology. New York: **Moody's Investors Services**, 2007.

MURCIA, Flávia C. de S. *et al.* The determinants of credit rating: brazilian evidence. **BAR-Brazilian Administration Review**, v. 11, n. 2, p. 188-209, 2014.

PACKER, Frank; TARASHEV, Nikola A. Rating methodologies for banks. **BIS Quarterly Review**, June, 2011.

PAPAIOANNOU, George. Economic and Market Factors versus Credit Rating Announcements, on Credit Default Swap Spreads. **International Journal of Finance and Economics**, v. 3, n. 5, p. 42, 2011.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.

PINHEIRO, F. A. P.; SAVÓIA, J. R. F.; SECURATO, J. R. Basiléia III: Impacto para os Bancos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 69, p. 345-361, 2015.

POHLMANN, M. Coletto; IUDÍCIBUS, Sérgio. Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 53, p. 1-25, 2010.

SOARES, M.; SOBRINHO, A. D. M. Microfinanças: O papel do Banco Central do Brasil e a importância do cooperativismo de crédito. **Brasília: BCB**, 2008.

STANDARD & POOR'S. Critérios globais de rating. New York: **Standard & Poor's**, 2013.

_____. Bancos: Metodologia e Premissas de Rating. New York: **Standard & Poor's**, 2011.

_____. Brazil outlook revised to negative. New York: **Standard & Poor's**, 2016.