



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Carlos Filipe Coelho Peixoto

Ratings da Dívida Pública

Carlos Filipe Coelho Peixoto Ratings da Dívida Pública



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Carlos Filipe Coelho Peixoto

Ratings da Dívida Pública

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Economia Monetária, Bancária e Financeira

Trabalho efetuado sob a orientação do
Professor Doutor Francisco Veiga

DECLARAÇÃO

Nome: Carlos Filipe Coelho Peixoto

Endereço eletrónico: carlos.f.c.peixoto@gmail.com Telefone: 253106162 / 937111443

Número do Bilhete de Identidade: 13396072

Título dissertação: “Ratings da Dívida Pública”

Orientador: Professor Doutor Francisco José Alves Coelho Veiga

Ano de conclusão: 2013

Designação do Mestrado: Mestrado em Economia Monetária, Bancária e Financeira

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO INTEGRAL DESTES RELATÓRIOS APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE;

Universidade do Minho, ___/___/_____

Assinatura: _____

Agradecimentos

É com um enorme louvor, que gostaria de agradecer ao Professor Doutor Francisco Veiga pela sugestão do tema, bem como pelo apoio na realização da presente tese, pois graças à sua orientação tudo se tornou muito mais evidente.

Também um muito obrigado ao Professor Doutor António Afonso (ISEG-UTL), pela disponibilidade mostrada na cedência de alguns dados.

Gostaria também de agradecer à minha família, o muito apoio por parte deles, em especial aos meus Pais e irmã, José Peixoto, Rosa Peixoto e Joana Peixoto, pois sempre contei com o vosso apoio incondicional, o qual me abriu as portas dos estudos e por cota parte este trabalho também é vosso. Obrigado por me fazerem crescer e pela pessoa que sou hoje.

Também é com enorme gratidão que agradeço a todos os meus amigos, que das variadíssimas formas me apoiaram, um muito Obrigado a : Bárbara Graça, Ana Antunes (Tunes), Vanessa Fernandes (Va), Lillian Araújo (Li), Kelly Araújo, Telmo Serqueira (Buzz), Bruno Filipe (E.T.), Pedro Freitas (Rolha), Ricardo Amaro (Xon), João Couto (Joca), Pedro Azevedo (Pedró), João Alberto (Joãozinho), Filipe Ribeiro (Ribeirinho), Sérgio Fernandes (Maca), Ricardo Gonçalves (Coffe), José Silva (Zé Litra), Eduardo Veiga (Edu), e ao Sr. Manuel e D. Aurora pela paciência.

Igualmente um muito obrigado a todos os companheiros do Mestrado, pois sempre se mostraram disponíveis para ajudar.

Esta ajuda que por todos vós aqui mencionados e não mencionados, e que de uma forma ou de outra me ajudaram neste caminho, foi útil na elaboração desta tese e agradeço tudo o que fizeram por mim.

Um muito Obrigado!

Resumo

Os ratings das dívidas públicas dos países, são calculados por agências de cotação financeira, sendo a Fitch I.B.C.A., Standard & Poor's e Moody's as principais agências, existentes no mercado financeiro.

Estas agências têm em ponderação várias variáveis que podem influenciar um rating. Assim, na minha tese foram tidos em consideração três grupos de variáveis que podem influenciar um rating, as variáveis económicas, as variáveis políticas e as variáveis financeiras. Depois, através de uma técnica de mínimos quadrados ordinários (O.L.S.), obtivemos uma regressão linear que que um rating foi considerado como a variável dependente. Também foi utilizada uma técnica de regressão linear simples, no entanto controlando para efeitos fixos, bem como um *ordered logit*, que se mostrou a metodologia mais adequada. Assim, verifico que as variáveis económicas, (Inflação, P.I.B. per capita, Dívida Bruta/P.I.B. e o Investimento), variáveis políticas (Estabilidade do Governo, Condições Sócio-Económicas, Perfil de Investimento, Lei/Ordem e Qualidade Burocrática) e a variável financeira (Crises Bancárias), têm um grande poder explicativo sobre os ratings de dívida pública dos países.

Abstract

The sovereign debt ratings are calculated by financial rating agencies, being Fitch IBCA, Standard & Poor's and Moody's the major agencies existing in the financial market. These agencies take into consideration several factors that can influence a rating. Thus, in my thesis three groups of variables that can influence a rating were taken into consideration, economic variables, political variables and financial variables. Then, using the ordinary least squares (OLS) method, a linear regression was estimated, considering one rating as the dependent variable. A linear regression controlling for country fixed effects was also estimated, as well as an ordered logit model, which proved to be the most appropriate methodology. The empirical results indicate that economic variables (inflation , GDP per capita , Gross Debt / GDP and Investment), political variables (governmental stability, Socio-Economic Conditions, Investment Profile, Law/Order, and Bureaucratic Quality) and the financial variable (Bank Crisis) have a great explanatory power over the sovereign credit ratings of the countries.

Índice

Agradecimentos	iii
Resumo	v
Abstract.....	vii
Índice	ix
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	2
3. Dados / Metodologia	12
3.1. Regressão Linear	17
3.1.1. Transformação Linear da Variável Dependente.....	18
3.1.2. Modelo Econométrico.....	19
3.2. Logit Ordenado.....	20
3.3. Variáveis Explicativas	21
3.3.1. Variáveis Económicas:	21
3.3.2. Variáveis Políticas.....	22
3.3.3. Variáveis Financeiras	23
4. Análise Empírica	24
4.1. Fitch foreign	24
4.2. Fitch local	29
4.3. Standard & Poor's foreign	35
4.4. Standard & Poor's local	40
4.5. Moody's foreign	46
4.6. Moody's local	50
5. Considerações Finais	56

6. Bibliografia	59
7. Anexos	61
Fitch Foreign	61
Fitch Local.....	65
Standard & Poor's foreign.....	69
Standard & Poor's local.....	73
Moody's foreign	77
Moody's local	81

1. Introdução

Atualmente, mais do que nunca, se fala de Ratings da dívida pública. Não só pela globalização dos mercados que têm investidores cada vez mais focados na diversificação internacional, cujas carteiras internacionais podem ser afetadas por uma mudança de rating da dívida pública de um país. Mas também pela crise que afetou alguns países, que viram os seus ratings da dívida pública passarem de uma nota elevada para uma considerada lixo. Estes países, ao verem baixar a nota atribuída à sua dívida pública, viram os spreads da mesma aumentarem, o que muito penalizou o seu financiamento no mercado. Este é o caso de Portugal, para o qual vamos tentar perceber se a nota de rating da sua dívida pública está sub ou sobre valorizada pelas agências de rating.

Estas notações de rating da dívida pública, são fornecidas por algumas agências financeiras, entre as quais as três mais conhecidas são, a Fitch IBCA, Standard & Poor's e Moody's. Estas agências de avaliação de crédito guiam-se por aspetos quantitativos e qualitativos de cada país para atribuírem uma notação à sua dívida pública. Os aspetos quantitativos referem-se mais ao desempenho económico e financeiro de cada país, enquanto os aspetos qualitativos referem-se mais à evolução política, ou seja, se um país é politicamente estável.

Este tema enquadra-se no âmbito do Mestrado em Economia Monetária, Bancária e Financeira, com destaque para a unidade curricular de Economia Monetária e Financeira Internacional, lecionada pelo Professor Doutor Francisco Veiga.

2. Revisão da Literatura

O que são ratings?

De acordo com Afonso (2003), uma classificação de Rating da dívida Pública é de uma maneira geral uma avaliação da situação económica, financeira e política de uma economia, mas também pode espelhar de certa forma se o país é desenvolvido ou não. Segundo, Bissondoyal – Bheenick (2005), os ratings soberanos são uma avaliação da capacidade e disposição de cada governo pagar as suas dívidas nos prazos acordados. Esta avaliação é uma estimativa para a probabilidade de *default*. No estudo de Afonso, Gomes e Rother (2007), os ratings de crédito soberano são uma avaliação condensada, que demonstram a capacidade e disposição que um governo tem para pagar a sua dívida pública, tanto a nível de capital como em juros ao longo do tempo. Para Afonso, Gomes, e Rother (2009), as notações de rating da dívida soberana de um país são dadas sobre a forma de um código, sobre perspetivas qualitativas da probabilidade de *default*. Já para Brooks, Faff, Hillier, e Hiller (2004), uma notação de rating representa uma avaliação global da capacidade e da vontade de um devedor cumprir com os seus compromissos financeiros à medida que se vencem.

Estudos existentes

Já existem alguns estudos relativamente aos ratings e spreads da dívida pública, que podem ser divididos em dois grupos, uns mais relacionados com a análise qualitativa e outros a uma análise mais quantitativa. Para este trabalho a análise a ser seguida vai ser a quantitativa.

Os primeiros trabalhos que surgiram sobre esta matéria foram da autoria de Cantor and Packer (1996) e Reinsen and Von Maltzan (1999). No estudo de Cantor e Packer (1996), que explora os determinantes e impactos dos ratings soberanos classificados pelas duas principais agências de rating (Standard & Poor's e Moody's), é utilizada uma amostra de 49 países com dados relativos a 29 Setembro de 1995. Os ratings dos países foram convertidos de forma a se poder realizar uma análise de regressão. Para isso atribuíram valores numéricos aos ratings da Moody's e Standard & Poor's, numa escala de 1 a 16, em que B3/B- é igual a 1, B2/B é igual a 2, e assim sucessivamente, até Aaa/AAA que é igual a 16. Neste trabalho foram examinadas oito

variáveis económicas para analisar os determinantes dos ratings, P.I.B. per capita, crescimento do P.I.B., Inflação, Saldo Orçamental, Balança externa, Dívida externa, Indicador para o desenvolvimento económico e Indicador para o histórico de *default* (incumprimento), utilizando o método de mínimos quadrados ordinários. Concluíram que os resultados obtidos para a cross-section selecionada sugerem que os ratings soberanos são amplamente consistentes com os fundamentos macroeconómicos, os quais as duas agências de rating parecem pesar da mesma forma.

Helmut Reisen e Julia Von Maltzan (1999), realizaram um trabalho onde tentam analisar as ligações entre as classificações de rating de crédito soberano e a rendabilidade das obrigações em dólares, de 1989 a 1997, para perceber se as três principais agências de rating (Moody's, Standard & Poor's e Fitch), podem intensificar ou atenuar os ciclos económicos nos mercados emergentes. Este estudo está dividido em duas partes, em que a primeira avalia se as agências de rating têm um impacto sobre o e a segunda emprega um teste de causalidade de Granger para perceber em que medida os ratings soberanos podem causar alterações nos spreads de rendimentos, mais do que os rendimentos proporcionados pelos determinantes dos spreads. Os autores concluíram que existe um impacto significativo de *upgrades* (subidas) e *downgrades* (descidas) sobre os spreads para uma combinação de ratings por parte das três agências financeiras. Já o teste de causalidade de Granger indicou que mudanças nos ratings soberanos são mutuamente interdependentes com as mudanças no rendimento das obrigações.

Esta área de estudo também foi revista por Brooks, Faff, Hillier, e Hiller (2004), que obtiveram resultados consistentes com os de Reisen e Von Maltzan (1999). Os autores investigam o impacto de uma mudança no rating soberano no mercado agregado das ações em moeda local e estrangeira. Para isso utilizaram um período de análise de 1973 a 2000, para analisar as mudanças de rating oferecidas por quatro agências de rating: Moody's e Standard & Poor's, Thompson e Fitch IBCA. Os autores concluíram que, se a nota de rating baixar, tem um impacto sobre os retornos no mercado das ações, que não existem reações iguais a alterações nos ratings soberanos fornecidos pelas agências e que múltiplas descidas dos ratings não parecem conferir um efeito adicional de riqueza sobre os mercados dos países.

Afonso (2003), numa análise para identificar os determinantes dos ratings de crédito da dívida pública das duas principais agências de notação de crédito, S & P e Moody's, utiliza um conjunto de variáveis explicativas, como o P.I.B. per capita, a dívida externa do país, o nível de desenvolvimento económico, o histórico de *default*, a taxa de crescimento real e a taxa de inflação. O autor conclui que quando se estima o nível de classificação de um país, tanto desenvolvido como em desenvolvimento, a variável P.I.B. per capita é muito importante e a variável Dívida externa é relevante para os países em desenvolvimento.

A fim de obter dados apropriados para realizar estimativas empíricas, Afonso (2003) usou uma transformação linear e uma transformação logística dos dados de classificação qualitativa. Recolheu dados dos ratings de 81 países, entre os quais 29 países desenvolvidos e 52 em desenvolvimento, das agências, Standard & Poor's e Moody's. Apenas países com notas entre AAA (Aaa) e B- (B3) foram selecionados, para evitar características especulativas. Assim, construiu uma classificação numérica entre 1 e 16, definida de acordo com os níveis de notação das duas agências de rating, usando uma transformação linear. Uma classificação de B- (B3) corresponde o valor de 1 e a uma classificação AAA (Aaa) corresponde ao valor máximo de 16. O autor conclui que os resultados das estimativas utilizando a transformação logística são melhores do que os apresentados para a transformação linear. Para o autor, em futuras análises podiam-se incorporar no modelo despesas e receitas públicas, pois podem ser percebidas pelos mercados de capitais como uma necessidade de financiamento no futuro, como também numa futura análise se poderia considerar o risco político de cada país.

O estudo de Bissondoyal – Bheenick (2005), analisa os determinantes quantitativos dos ratings soberanos a partir das duas principais agências de rating, Standard & Poor's e Moody's. É utilizada uma amostra de 95 países, de Dezembro de 1995 a Dezembro de 1999, os quais são divididos em 3 amostras. Uma é constituída por 25 países com ratings altos, que se situam entre Moody's (Aaa até Aa3) e Standard & Poor's (AAA até AA), outra amostra é constituída por 70 países com ratings baixos que se situam entre Moody's (A1 até C) e Standard & Poor's (A+ até CC), e, finalmente, uma amostra constituída pela totalidade da amostra dos países, 95 países. As variáveis económicas utilizadas neste estudo foram o P.I.B. per capita, Inflação, Saldo

Orçamental/P.I.B., Dívida Pública/P.I.B., taxa de câmbio real, reservas internacionais e Exportações Líquidas/P.I.B.. Para além destas variáveis económicas, Bissoondoyal – Bheenick (2005), adicionou à amostra dos países com ratings altos, as variáveis taxa de desemprego e custo unitário Laboral, pois estas duas variáveis captam as medidas que são usadas especificamente pelos países de Rating alto. Para os países com Rating baixos a variável Exportações Líquidas/P.I.B. foi substituída pelo Saldo da Conta Corrente/P.I.B. e adicionaram Dívida Externa/P.I.B., pois estas duas variáveis refletem o nível de dívida dos países de Rating baixo. Assim, para os países de rating alto são usados indicadores fiscais e de estrutura e desempenho económico, para os países de rating baixo são usados indicadores da dívida externa e da balança de pagamentos. Os autores dizem que a principal descoberta foi que as variáveis económicas e financeiras podem variar de acordo com o nível de desenvolvimento dos países, assim o peso atribuído a diferentes medidas depende de o país ser de rating alto e estável ou de ser um país de rating baixo que está a passar por mudanças estruturais.

Bissoondoyal, Brooks e Angela (2005), utilizam duas técnicas alternativas para a modelagem dos determinantes dos ratings. As técnicas utilizadas foram o probit ordenado e Raciocínio Baseado em Casos (CBR). Para este estudo foram utilizadas as três principais agências de rating, focando-se nas diferenças de classificação das agências, a Standard & Poor's que utiliza ratings em moeda estrangeira e em moeda local, para 94 países, a Moody's em títulos e ratings de notas e ratings de depósitos para 94 países, e a Fitch IBCA para ratings em moeda estrangeira e em moeda local, mas apenas para 78 países. Utilizaram ainda uma série de fatores que espelha o risco político e económico de cada país. As variáveis que foram identificadas como potenciais determinantes dos ratings soberanos foram: P.I.B., Inflação, o rácio Investimento Direto Estrangeiro / P.I.B., o rácio Conta Corrente / P.I.B., rácio Comércio / P.I.B., taxas de juro reais, e número de Telemóveis que é uma proxy do nível tecnológico de cada país. O estudo utiliza os ratings das agências a 31 de Dezembro de 2001, para fazerem uma previsão para o ano 2002. Os autores concluem que apesar das diferenças das abordagens, as duas técnicas de modelagem alternativas produziram resultados semelhantes em termos da significância das variáveis, e previsões para o ano 2002. Ambas as abordagens descobriram que a proxy para o

desenvolvimento (o uso do telemóvel), é a variável mais importante, como também as variáveis mais convencionais, como é o caso do P.I.B. e a Inflação.

Já Butler e Fauver (2006) examinam os determinantes transversais dos ratings e como as instituições jurídicas e políticas do país afetam o seu rating. As variáveis para medir a qualidade das instituições legais e políticas advêm do estudo de Kaufman, Kraay e Mastruzzi (2003) e são, A voz do Povo, Estabilidade Política, Eficácia do Governo, Qualidade de Regulação, Estado de Direito e Controlo da Corrupção. Estas medidas de governança são distribuídas com média zero e uma variância unitária de -2,5 até +2,5, correspondendo números mais altos a melhores governanças e o somatório destas seis variáveis indica uma pontuação de ambiente jurídico global. Este trabalho também adiciona variáveis binárias, através de duas dummy, uma variável dummy correspondente aos anos de 1975- 2004 e é igual a 1 em caso de o país entrar em *default* e 0 caso contrário, a outra dummy corresponde aos anos de 1995 – 2004 e é igual a 1 em caso de o país entrar em *default* e 0 caso contrário. Estas variáveis foram retiradas da Standard & Poor's, que considera três tipos de *defaults* para os países emissores classificados e não classificados, a dívida em moeda local, dívida obrigacionista em moeda estrangeira e dívida bancária em moeda estrangeira. Este trabalho também reúne variáveis de origem legal, que foram retiradas de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shieifer. and Vishny (1999). Cada variável de origem legal é uma variável dummy que assume um valor de 1 se um país tem origem jurídica de direito comum Inglês, direito civil francês, direito civil alemão, direito civil escandinavo, lei socialista e 0 caso contrário. Já a variável Rating de crédito é uma classificação numérica de 0 a 100, quanto mais elevada for a classificação menor é a probabilidade de *default*. As variáveis macroeconómicas utilizadas foram o P.I.B., P.I.B. per capita, taxa de inflação, taxa de desemprego e o rácio da Dívida externa /P.I.B., uma variável dummy Mercado Emergente, que assume o valor de 1 para países emergentes e zero em caso contrário. Os autores também utilizaram uma variável que construíram a partir de um índice de subdesenvolvimento, que foi montado através das melhores e piores classificações dos países em cinco fatores, que são a implantação da força de trabalho, saúde, infraestrutura tecnológica, educação e infraestrutura de transporte. Este índice está padronizado de 0 a 1, assumiu pesos iguais para os cinco fatores e os valores mais elevados do índice indicam menor desenvolvimento.

Os autores concluem que a qualidade das instituições legais e políticas de um país, que foram medidas pelas variáveis a voz do Povo, Estabilidade Política, Eficácia do Governo, Qualidade de Regulação, Estado de Direito e Controlo da Corrupção, têm efeitos positivos sobre os ratings de crédito do país. Neste estudo os ratings de crédito são três vezes mais sensíveis a uma mudança no ambiente legal do que em relação ao P.I.B per capita, inflação, rácio dívida externa/P.I.B e desenvolvimento económico global. O ambiente legal está significativamente relacionado com os ratings de crédito e é muito importante para a abertura e desenvolvimento financeiro de um país, talvez até mais que os efeitos macroeconómicos.

Para Mora (2006), o importante é tentar verificar se os ratings têm poder de influenciar as expectativas de mercado de um país, segundo Ferri, Liu e Stiglitz (1999), ou se os países reagem meramente sem o contributo da notícia. O autor focaliza-se na crise do Leste Asiático, para tentar perceber se as agências de rating agravaram a crise por excessiva da diminuição dos seus ratings da dívida pública. A percepção do autor foi de que as classificações de rating são persistentes e excessivamente pró-cíclicas segundo Ferri, Liu e Stiglitz (1999), pois ratings atribuídos antes da crise ultrapassavam as classificações previstas e depois da crise os ratings não aumentaram o necessário sugerido pelas previsões, o que pode refletir uma apatia por parte das avaliações.

O autor conclui que é preciso ter uma visão cautelosa perante o estudo de Ferri, Liu e Stiglitz (1999), pois quando não são incluídos os efeitos fixos dos países, os ratings surgem como persistentes e excessivamente pró-cíclicos.

Afonso, Gomes e Rother (2007), estudam os determinantes globais dos ratings da dívida soberana utilizados pelas três principais agências de rating, Moody's, Standard & Poor's e Fitch IBCA, para o período de 1995 a 2005. Este estudo, como alguns anteriores, utiliza uma transformação linear e logística, isto é, a cada valor da sua nota de rating por parte de uma agência corresponde um valor numérico de 1 a 17, sendo 1 a parte inferior das cotações de rating e agrupando um maior valor de notações de rating, pois o número de amostras é muito pequeno, já para 2 e seguintes números na escala só corresponde uma única cotação por parte das agências de rating. Assim, 2 na escala só corresponde a B- para Standard & Poor's e Fitch e B3 na Moody's, no topo da tabela 17 corresponde a AAA em Standard & Poor's e Fitch e Aaa em Moody's. As variáveis que foram identificadas e utilizadas neste estudo de uma

maneira geral são consistentes com a literatura anterior, P.I.B per capita, Crescimento real do P.I.B., Inflação, Desemprego, dívida pública, equilíbrio fiscal, eficácia do governo, dívida externa, reservas internacionais, saldo da conta corrente, Histórico de *Default* e uma dummy para União Europeia. A amostra total neste estudo foi separada em dois modelos para cada agência de rating, um modelo restrito que apenas contém variáveis estatisticamente significativas e um modelo irrestrito que contém a totalidade das variáveis. A amostra total foi também dividida em dois subperíodos, para permitir avaliar a robustez dos modelos empíricos, como também fornece explicações adicionais sobre possíveis mudanças nos fatores determinantes de classificação de um rating.

Os autores concluem que ao modelarem o erro específico de cada país, utilizando uma abordagem de efeitos aleatórios, permitiu distinguir entre os efeitos imediatos e de longo prazo de uma variável sobre o nível de rating soberano. Para dados em painel o procedimento Probit ordenado com efeitos aleatórios é o melhor, pois, considera a existência de um termo de erro adicional, normalmente distribuído na secção transversal. As variáveis mais relevantes para a determinação dos ratings foram o P.I.B per capita, crescimento real do P.I.B., dívida pública, eficácia do governo, dívida externa e reservas internacionais. Para o subperíodo de 1996-2000, o saldo da conta corrente era mais importante para as agências, enquanto as reservas internacionais foram mais importantes no subperíodo 2001-2005 para a Moody's e Standard & Poor's. Os autores também identificaram que baixos níveis de classificação são mais afetados pelas variáveis dívida externa e reservas internacionais, enquanto a variável inflação tem um papel mais importante para as classificações mais elevadas. As classificações da agência Fitch parecem ser mais consistentes ao longo do tempo como as categorias de classificação.

Para Depken, LaFoutain e Butters (2007), a preocupação é medir a corrupção pública para ver se influencia os ratings soberanos dos países. Os dados dos ratings neste estudo foram recolhidos da Standard & Poor's, tanto dados de longo como de curto prazo, como também em moeda nacional e moeda estrangeira. Neste estudo também foi adicionado um índice de percepção de corrupção, o (CPI), que é publicado pela Transparency Internacional, para medirem a corrupção pública de um país. Este índice varia numa escala de zero (0) a dez (10), sendo o valor 0 atribuído a um país

altamente corrupto e 10 na escala equivale a um país muito limpo. Ao estudo também foram adicionadas as variáveis macroeconómicas, como o P.I.B. per capita, o crescimento que é a variação percentual anual do P.I.B. real per capita, Inflação, Equilíbrio orçamental, Saldo Externo, dummy Default, dummy União Europeia e Abertura Comercial. Foram ainda adicionadas algumas variáveis como um índice de Fracionamento etnolinguístico (mede a probabilidade de duas pessoas escolhidas aleatoriamente a partir da população de um país serem do mesmo grupo etário e linguístico), Latitude (mede a distância da capital de um país para o equador, para controlar o tipo de clima), Democracia (índice que mostra quão democrático é um país entre 1970 e 1994), Origens Legais (qual a tradição jurídica de um país), Petróleo (mede a produção petrolífera de um país) e Regime de taxa de câmbio. Como a Standard & Poor's só fornece ratings de dívida pública para os países que os pedem, logo os países com mais corrupção são menos dados a pedir a cotação da sua dívida e assim a amostra de países com rating deixaria de ser aleatória, nesse caso os autores acharam melhor utilizar o procedimento de Heckman (1979), utilizando duas variáveis que não usaram para explicar as notações de crédito, a primeira uma dummy que é igual a 1 se um país não apresentou qualquer dado sobre a sua dívida pública desde 1975 e 0 caso contrário, a segunda uma variável designada por população, que quantifica o número de pessoas no seu país, pois países com populações maiores podem precisar de grandes quantidades de financiamento para bens públicos. Para estimar o impacto da corrupção sobre o crédito os autores utilizaram um estimador probit ordenado, devido à natureza ordinal dos dados de notação de crédito. Os autores concluíram que para os quatro tipos de dívida soberana da Standard & Poor's, o crédito público quando demonstrado pelos ratings de crédito, diminui com a corrupção. Como também a relação entre créditos e corrupção é economicamente importante. Os autores indicam que as tentativas unilaterais e multilaterais para combater a corrupção, em foco nos países em desenvolvimento, podem facultar externalidades pecuniária positivas.

Segundo o estudo de Afonso, Gomes e Rother (2009), no qual comparam três tipos de procedimentos de estimação para dados em painel (o Probit ordenado, Logit ordenado com uma matriz robusta de variância-covariância e Probit ordenado com efeitos aleatórios), para estudarem os determinantes da classificação da dívida

soberana. Os autores, de forma a resolverem o problema da correlação dos erros e dos regressores, modelaram o erro específico de cada país, isto é, adicionaram medidas de tempo das variáveis explicativas aos regressores. Os dados em painel incluem informação sobre notações de rating das duas principais agências, a Moody's e Standard & Poor's, do ano de 1996 a 2005 para 66 países. Os autores concluíram que o procedimento Probit ordenado com efeitos aleatórios é o melhor para os dados em painel, pois este apresenta um grande número de variáveis significativas, que não são captadas pelos outros procedimentos. No entanto, ambos os procedimentos mostram um desempenho semelhante na previsão como na antecipação de uma mudança de classificação nos Ratings, porém o Probit ordenado com efeitos aleatórios supera os outros procedimentos.

Já o estudo de Afonso, Furceri e Gomes (2011) avalia como desequilíbrios fiscais se refletem nos ratings da dívida pública. Os autores explicam que existem muitos trabalhos sobre os determinantes do rating que olham sobre tudo para dados macroeconómicos. No entanto, neste trabalho os autores vão introduzir para além de dados macroeconómicos, dados fiscais, isto é, variáveis que captam a forma como o governo conduz a sua política fiscal, como por exemplo, a dívida pública o equilíbrio orçamental e uma medida de eficácia do governo. Afonso, Furceri e Gomes (2011) utilizam os modelos estimados no estudo de Afonso, Gomes e Rother (2009) para avaliarem em que medida as deteriorações dos desequilíbrios orçamentais em alguns países desde 2008 se tenham refletido na classificação da sua dívida soberana, para as três principais agências de rating, a Moody's, a Standard & Poor's e a Fitch IBCA.

Assim, os autores utilizaram dados macroeconómicos e fiscais até 2009 e projeções fiscais para 2010 e 2011, para tentarem prever o rating esperado desses países até 2011. Os países abrangidos pela amostra foram o Canadá, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Japão, Portugal, Espanha, Reino Unido e Estados Unidos da América, todos os países pertencentes à O.C.D.E. Os autores concluíram que observaram um rebaixamento dos ratings soberanos para as previsões calculadas no período de 2009 a 2011.

Afonso, Gomes e Rother (2010), estudam determinantes de curto e longo prazo na classificação da dívida soberana de alguns países. Neste estudo foram utilizados dados das três principais agências de rating, a Standard & Poor's, a Moody's e a Fitch

I.B.C.A.. Foram adicionadas variáveis explicativas ao estudo que foram divididas em quatro categorias: Variáveis macroeconómicas (P.I.B per capita, crescimento real do P.I.B., desemprego e a inflação), Variáveis Governamentais (Dívida pública, equilíbrio orçamental e eficácia do governo), Variáveis Externas (Dívida externa, Reservas internacionais e saldo da conta corrente) e Outras variáveis (Histórico de incumprimento, União Europeia e Dummy Regional). O período amostral está compreendido entre 1995 e 2005, num total de 130 países, mas apenas 78 países têm a classificação pelas três agências de rating. Os autores pretendem fazer uma distinção entre os efeitos de curto e de longo prazo de uma variável sobre o rating soberano, para isso utilizam a abordagem de efeitos aleatórios, com modelação do erro específico do país, o que significa a adição de médias de tempo às variáveis explicativas como adicional de tempo invariante aos regressores. Assim, os autores vão conseguir distinguir efeitos de curto e longo prazo de uma variável sobre o rating soberano. Os autores concluíram que a melhor abordagem metodológica a ser utilizada seria o Probit ordenado com efeitos aleatórios, para dados em painel, pois esta abordagem considera a existência de um termo de erro adicional de cross-country. Os autores também concluíram que existe um conjunto de variáveis fundamentais que têm um impacto de curto prazo sobre o rating, como é o caso do P.I.B. per capita, o P.I.B., a taxa de crescimento real, a dívida pública e o défice orçamental. Já por outro lado as variáveis eficácia do governo, a dívida externa, as reservas externas e a dummy Histórico de incumprimento são determinantes importantes das diferenças dos ratings entre países, logo têm um impacto de longo prazo sobre o rating de um país.

3. Dados / Metodologia

As hipóteses desta tese vão ser testadas usando avaliações das três principais agências de Rating. A Standard & Poor's, que é a agência mais antiga, fornecendo dados desde 1961, a Moody's que desde 1974 fornece dados relativos aos ratings soberanos e a Fitch desde 1994. Estas três agências usam símbolos diferentes, contudo a cada símbolo na escala da Moody's corresponde um símbolo na escala da Standard & Poor's e, conseqüentemente, na Fitch IBCA. Logo, é possível comparar os ratings soberanos atribuídos pelas três agências.

Os dados recolhidos são referentes a 68 países, distribuídos pelos 5 continentes:

Europa – Alemanha, Áustria, Bélgica, Bulgária, Croácia, Chipre, República Checa, Dinamarca, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Islândia, Irlanda, Israel, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Holanda, Noruega, Polónia, Portugal, Roménia, Rússia, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Suécia, Suíça, Turquia, Ucrânia, Reino Unido e Cazaquistão.

Ásia – China, Hong Kong (China), Índia, Indonésia, Japão, Jordânia, Coreia do Sul, Kuwait, Malásia, Qatar, Líbano, Filipinas, Singapura e Tailândia.

América – Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, México, Paraguai, Peru, Estados Unidos da América, Panamá, Uruguai e Venezuela.

África – África do Sul, Egito e Marrocos.

Oceânia – Austrália, Nova Zelândia e Papua Nova Guiné.

Este trabalho vai-se enquadrar no espaço temporal de Janeiro de 2000 a Dezembro de 2010, tendo os dados frequência anual. Este espaço temporal foi escolhido por ser recente e também por poder capturar a crise da dívida soberana na Europa.

As variáveis económicas que vão ser utilizadas neste estudo são: rácio Saldo Conta Corrente/P.I.B., rácio Dívida Bruta/P.I.B., rácio Défice/P.I.B., rácio Receitas/P.I.B., rácio Saldo Estrutural/P.I.B., P.I.B. per capita, Inflação, rácio Investimento/P.I.B., Taxa de Desemprego e Exportações Líquidas de Petróleo.

Afonso (2003), explica a contribuição de algumas variáveis explicativas que são utilizadas para a determinação dos ratings da dívida pública. O P.I.B. per capita é uma medida do desenvolvimento dos países e pode ser visto como um indicador da base de cálculo disponível na economia. Países com um P.I.B per capita baixo podem ter problemas em resolver a sua dívida pública através de mecanismos/medidas de austeridade. Assim, quanto mais alto for um P.I.B. per capita de um país, maior é a probabilidade de o seu rating de dívida pública ser maior.

A taxa de inflação proporciona dois efeitos contrários no stock existente da dívida pública. Uma diminuição da inflação pode proporcionar uma melhor dinâmica da dívida pública, reduzindo a taxa de juro nominal sobre a dívida do governo. Já um aumento da inflação proporciona um efeito contrário na dinâmica da dívida pública, pois o governo vai pagar taxas de juro nominais mais elevadas. Uma taxa de inflação alta pode ser sinal de excesso de procura ou de distorções do mercado de trabalho, pode implicar ou demonstrar falta de capacidade do país para financiar os seus gastos públicos, através das receitas públicas e da emissão de dívida pública. Assim, pode-se esperar uma relação negativa entre o nível do rating e a taxa de inflação.

As variáveis de risco político que foram recolhidas na *International Country Risk Guide* (ICRG), que é composto por 22 variáveis em três subcategorias de risco (político, financeiro e económico). Para este trabalho apenas utilizamos 12 das 22 variáveis e uma subcategoria das três disponíveis, a categoria de risco político. Estas 12 variáveis ponderadas cobrem tanto as particularidades políticas como sociais. A cada variável é atribuído um valor máximo de pontos de risco. Assim, o maior número de pontos mostra que existe um menor risco potencial para o componente e que o número mais baixo zero (0), mostra o maior risco potencial. Para serem mais coerentes, as pessoas que trabalham no ICRG recolhem informações políticas e convertem-nas em pontos de risco para cada componente de risco individual, que tem base num padrão consistente de avaliação, assim as avaliações dos riscos políticos são feitas com base na análise subjetiva da informação disponível. Para o ICRG as classificações de risco político têm o objetivo de prover um meio de avaliar a estabilidade política dos países que são avaliados. A base de dados está definida para que exista um número mínimo de pontos que podem ser atribuídos a cada um dos componentes, que é igual a zero, e um número máximo de pontos que depende do peso fixo do componente. Logo, a

pontuação mais baixa é considerada a de mais elevado risco na avaliação, enquanto pontuações mais elevadas são atribuídas para situações de menor risco. As variáveis do ICRG que foram adicionadas ao trabalho foram:

Estabilidade do Governo - esta é uma variável que avalia percepção de um governo ter capacidade para realizar o seu programa e a capacidade para permanecer no cargo. O risco atribuído a esta variável é a soma de três componentes (Governo de Unidade, Força legislativa e Apoio Popular), tendo uma pontuação máxima de 4 pontos que equivale a um risco muito baixo e 0 pontos equivale a risco muito elevado.

Condições socioeconómicas – é uma variável que avalia as pressões socioeconómicas no trabalho, as quais podem limitar a ação de um governo e aumentar a insatisfação social. O risco atribuído a esta variável é a soma de três componentes (Taxa de desemprego, Confiança do Consumidor e Pobreza), tendo uma pontuação máxima de 4 pontos que equivale a um risco muito baixo e 0 pontos equivale a risco muito elevado.

Perfil de Investimento – é uma variável que avalia os fatores que afetam o risco de investimento, pelo que se desmarca de outras pois capta o risco de investimento que não é coberto por outros componentes de risco político económico e financeiro. O risco atribuído a esta variável é a soma de três componentes (Contrato de Viabilidade / Expropriação, Repatriação de Lucros, Atrasos nos pagamentos), tendo uma pontuação máxima de 4 pontos que equivale a um risco muito baixo e 0 pontos equivale a risco muito elevado.

Conflito Interno – é uma variável que avalia a violência política num país e qual o seu impacto real ou potencial sobre um governo. Assim, a classificação mais alta aos países é considerada como a não existência de oposição armada ou civil a um governo, a mais baixa classificação é considerada para um país envolvido numa guerra civil. O risco atribuído a esta variável é a soma de três componentes (Guerra Civil /Perigo de Golpe, Terrorismo / Violência Política, Transtorno Civil), tendo uma pontuação máxima de 4 pontos que equivale a um risco muito baixo e 0 pontos equivale a risco muito elevado.

Conflito Externo – é uma variável que avalia tanto o risco atual de ação externa, que pode ser uma pressão externa não violenta (pressões diplomáticas, retenções de

ajuda, restrições comerciais, sanções, etc.) e pressão externa violenta (conflitos que levam a uma guerra internacional). Esta variável é importante pois os conflitos externos podem afetar os negócios internacionais. O risco atribuído a esta variável é a soma de três componentes (Guerra, Conflito fora de fronteiras, Pressões externas), tendo uma pontuação máxima de 4 pontos que equivale a um risco muito baixo e 0 pontos equivale a risco muito elevado.

Corrupção – é uma variável que avalia a corrupção dentro do sistema político, pois a corrupção é uma ameaça para o investimento estrangeiro num país. O tipo de corrupção mais latente nesta variável é a corrupção real ou potencial, não deixando de fora também o tipo mais comum de corrupção, a corrupção financeira. O maior risco da corrupção é que poderá ser algum dia desvendada e isso poderá provocar uma reação popular, podendo resultar numa queda ou num derrube de um governo.

Militares na política - é uma variável que avalia a situação militar na vida política. Como é explicado pelo ICRG um militar não é eleito por ninguém, logo a sua participação na política é uma diminuição da responsabilidade democrática. Existem vários exemplos de que o envolvimento por parte dos militares na vida política de um país poderá ser desastroso. Em alguns países a ameaça de um golpe militar pode levar um novo governo a mudar a política ou causar a sua substituição por um outro governo mais favorável aos desejos militares. A classificação do risco é avaliada da seguinte forma, classificações mais baixas de risco indicam um maior grau de participação militar na política e um maior nível de risco político.

Tensões Religiosas - é uma variável que avalia as tensões religiosas, que podem derivar da sociedade ou governo ser dirigido por um único grupo religioso, que tenta substituir o direito civil pela lei religiosa, tentando mesmo até excluir as outras religiões do processo político e social. O risco envolvido nestas situações são políticas inadequadas e poderá levar a uma guerra civil.

Lei e Ordem - é uma variável que avalia separadamente os seus integrantes, tanto a lei como a ordem estão compreendidos numa escala de zero a três pontos. A componente da lei é uma variável que avalia a força e a imparcialidade do sistema legal, já a ordem é uma variável que avalia a observação popular da lei.

Tensões Étnicas - é uma variável que avalia o grau de tensão dentro de um país de origem racial, de nacionalidade ou de divisões linguísticas. Nesta variável as classificações mais baixas são consideradas como países que têm tensões raciais e de nacionalidade mais elevadas e classificações mais altas são considerados países onde as tensões são mínimas.

Responsabilidade Democrática – é uma variável que avalia o quanto um governo está sensível ao seu povo. Assim, o governo menos sensível é o mais provável a cair de uma maneira pacífica num país democrático e de uma forma mais violenta num país não-democrático. As classificações desta variável são concedidas com base em vários tipos de governança definidos pelo ICRG (Democracia Alternada, Democracia Dominada, Estado de um partido único de facto, Estado de um partido único de jure e Oligarquia), sendo classificações mais elevadas (risco menor) concedidas às Democracias alternadas e a classificações mais baixa (risco mais elevado) concedida à Oligarquia.

Qualidade Burocrática - é uma variável que avalia a força institucional e qualidade burocrática de um país, pois estes componentes tendem a minimizar as mudanças políticas nos governos. Assim, as classificações mais altas representam menos risco, logo são considerados países onde a burocracia tem força e experiência para governar sem mudanças drásticas. Já as classificações mais baixas expressam maiores riscos, assim uma mudança de governo pode ser caótica em termos de formulação de políticas e funções administrativas por parte do governo.

As variáveis financeiras foram retiradas da base de dados de Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff (2011) sendo as três variáveis dummy classificadas da seguinte forma, se o acontecimento proposto pela variável existe vai ser classificada com um 1, pelo oposto se o acontecimento proposto pela variável não se encontra ou não se efetivou, vai ser classificada com um zero.

Crises da dívida soberana doméstica / externa - é uma variável dummy que avalia as condições da dívida soberana doméstica/externa de um país. Se a dívida soberana doméstica/ externa entra em crise a variável vai ser avaliada com um 1, se não é avaliada com um zero.

Crises Bancárias - é uma variável dummy que avalia se o sistema bancário de um país entrou em crise. Se o sistema bancário entrar em crise a variável vai ser avaliada com um 1, caso contrário vai ser avaliada com um zero.

3.1. Regressão Linear

A metodologia a adotar neste trabalho será a seguida por alguns autores, tais como Afonso (2003), Bissondoyal – Bheenick (2005) e Afonso, Gomes e Rother (2009). O estudo vai seguir um modelo de resposta ordenada, pois o modelo aplica-se a variáveis dependentes de natureza discreta, ordinal, como é o caso dos Ratings.

Inicialmente, será utilizada a técnica de Mínimos Quadrados Ordinários (O.L.S.), que assume que as variáveis dependentes subjacentes, os ratings, foram classificados em classes distintas de 1 a 22, igualmente espaçadas pelos intervalos dos ratings uma nota AAA/Aaa equivale a 1, uma AA+/Aa1 equivale a 2, e assim sucessivamente, sofrendo assim uma transformação linear. Porém Bissondoyal- Bheenick (2005) diz que, com esta assunção, a diferença entre um risco AAA/Aaa e AA+/Aa1 é igual à diferença de um risco BB-/Ba3 e B+/B1, e como as respostas vão ser codificadas de 1, 2, 3, 4 até 22, a regressão linear vai tratar as diferenças da mesma forma. Assim, a diferença entre 1 e 2 vai ser igual à diferença entre 7 e 8. Mas nos casos dos ratings, cada classificação transmite uma informação diferente, portanto o método de O.L.S. pode ser impróprio para algumas variáveis.

Vamos utilizar duas séries numéricas, uma das quais vai individualizar cada uma das 22 notações, e outra que vai agrupar as qualidades dos ratings em 10 categorias, como podemos evidenciar na tabela abaixo.

3.1.1. Transformação Linear da Variável Dependente

Tabela I

Rating 1-22	Rating 1-10	Standard & Poor's	Moody's	Fitch IBCA
22	10	AAA	Aaa	AAA
21	9	AA+	Aa1	AA+
20		AA	Aa2	AA
19		AA-	Aa3	AA-
18	8	A+	A1	A+
17		A	A2	A
16		A-	A3	A-
15	7	BBB+	Baa1	BBB+
14		BBB	Baa2	BBB
13		BBB-	Baa3	BBB-
12	6	BB+	Ba1	BB+
11		BB	Ba2	BB
10		BB-	Ba3	BB-
9	5	B+	B1	B+
8		B	B2	B
7		B-	B3	B-
6	4	CCC+	Caa1	CCC+
5		CCC	Caa2	CCC
4		CCC-	Caa3	CCC-
3	3	CC	Ca	CC
2	2	C	C	C
1	1	D/ SD		DDD/DD/D/RD

Highest quality	A mais alta Qualidade
High quality	Alta Qualidade
Strong payment capacity	Capacidade de pagamento forte
Adequate payment capacity	Capacidade de Pagamento Adequada
Likely to fulfill obligations (ongoing uncertainty)	Propensos a cumprir as obrigações (incerteza em curso)
High credit risk	Alto risco de crédito
Very high credit risk	Risco de crédito muito alto
Near default with possibility of recovery	Perto do incumprimento, com possibilidade de pagamento
Default	Incumprimento

Fontes: Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Dados gentilmente cedidos pelo Professor Doutor António Afonso (ISEG-UTL).

3.1.2. Modelo Econométrico

O modelo geral a estimar é o seguinte:

$$Y_{it}^* = \mathbf{x}_{it}'\boldsymbol{\beta} + \mu_i + \phi_t + \varepsilon_{it}$$

Y_{it}^* é uma variável não observável que mede o nível de risco do país i no período t .

\mathbf{x}_{it}' é um vector de variáveis explicativas (variáveis económicas e políticas), descritas na secção dos dados.

$\boldsymbol{\beta}$ é um vector de parâmetros a estimar.

μ_i é o efeito específico do país i (constante ao longo do tempo).

ϕ_t são efeitos temporais (iguais para todos os países).

ε_{it} é um termo de perturbação aleatória.

Como Y_{it}^* não é observado, vamos assumir que está relacionado com a variável Y_{it} , que corresponde ao rating de crédito do país i no período t , tal como definido na tabela acima. Assim, o modelo a estimar será:

$$Y_{it} = \beta_1 \text{ P.I.B. Saldo Conta Corrente/P.I.B.}_{it} + \beta_2 \text{ Dívida Bruta/P.I.B.}_{it} + \beta_3 \text{ Défice/P.I.B.}_{it} + \beta_4 \text{ Receitas/P.I.B.}_{it} + \beta_5 \text{ Saldo Estrutural/P.I.B.}_{it} + \beta_6 \text{ P.I.B. per capita}_{it} + \beta_7 \text{ Inflação}_{it} + \beta_8 \text{ Investimento/P.I.B.}_{it} + \beta_9 \text{ Taxa de Desemprego}_{it} + \beta_{10} \text{ Exp. Líquidas de Petróleo}_{it} + \beta_{11} \text{ Crises Bancárias}_{it} + \beta_{12} \text{ Estabilidade do Governo}_{it} + \beta_{13} \text{ Cond. Socioeconómicas}_{it} + \beta_{14} \text{ Perfil de Investimento}_{it} + \beta_{15} \text{ Conflitos Internos}_{it} + \beta_{16} \text{ Corrupção}_{it} + \beta_{17} \text{ Tensões Religiosas}_{it} + \beta_{18} \text{ Lei/Ordem}_{it} + \beta_{19} \text{ Resp. Democrática}_{it} + \beta_{20} \text{ Qualid. Burocrática}_{it} + \beta_{21} \text{ Conflitos Externos}_{it} + \beta_{22} \text{ Militares na política}_{it} + \beta_{23} \text{ Tensões Étnicas}_{it} + \mu_i + \phi_t + \varepsilon_{it}$$

3.2. Logit Ordenado

Afonso (2003), argumenta que uma transformação logística (*Ordered logit*), é importante devido à escala de classificação dos ratings, pois na parte inferior da classificação dos ratings, um ponto adicional faz com que as classificações possam aumentar rapidamente, já na parte superior da escala de classificação dos ratings um avanço de um ponto adicional será mais lento, pois os requisitos de qualidade passam a ser mais exigentes.

Segundo o manual do stata, há mais do que um nome que poderemos dar ao modelo ordered logit, também conhecido como o modelo de chances proporcionais. Como nos indica o manual do stata, o modelo *ordered logit* tem sido derivado inicialmente de um logit binário/modelo probit, permitindo o ordered logit obter mais de dois resultados. Assim o modelo *ordered logit* fornece-nos *odds* proporcionais, pois se considerarmos *odds* $K = P(Y \leq K) / P(Y > K)$, assim *odds* (K1) e *odds* (K2) têm a mesma proporção para todas as combinações de variáveis independentes. Os coeficientes e os pontos de corte são estimados usando a máxima verossimilhança.

Assim para o *ordered logit* a probabilidade de uma determinada observação é:

$$p_{ij} = \Pr(y_j=i) = \Pr(K_{i-1} < X_j\beta + u \leq k_i)$$
$$= \frac{1}{1 + \exp(-K_i + X_j\beta)} - \frac{1}{1 + \exp(-K_{i-1} + X_j\beta)}$$

A verossimilhança é :

$$\ln L = \sum_{j=1}^N w_j \sum_{i=1}^K I_i(Y_j) \ln p_{ij}$$

Onde w_j é opcional e considerado um peso.

3.3. Variáveis Explicativas

3.3.1. Variáveis Económicas:

Tabela II

Nome da Variável (Sinal esperado)	Definição	Unidade da medida	Fonte
P.I.B. per capita (+)	Reflete o rendimento.	Dólares dos E.U.A.	F.M.I.*
Inflação (-)	Variação no nível de preços.	Percentagem	F.M.I.*
Saldo Conta Corrente/P.I.B. (+)	Indica a necessidade de um país requerer a importação líquida de capital.	Percentagem	F.M.I.*
Défice /P.I.B. (-)	Peso da dívida total do governo no P.I.B..	Percentagem	F.M.I.*
Receitas/P.I.B. (+)	Peso das receitas do governo central no P.I.B.	Percentagem	F.M.I.*
Saldo Estrutural / P.I.B. (+)	Saldo estrutural do governo central em percentagem do PIB	Percentagem	F.M.I.*
Taxa de desemprego (+)	Indicador do tamanho do hiato do produto e da subutilização de recursos.	Percentagem	F.M.I.*
Investimento/P.I.B. (+)	Indica o grau de investimento de um país.	Percentagem	F.M.I.*
Desenvolvido (+)	Indica se o país é desenvolvido. É uma variável dummy, igual 1 se é desenvolvido, 0 caso contrário.	0 ou 1	F.M.I.
Exportações Líquidas de Petróleo/P.I.B. (+)	Indica se a economia de um país é dependente do seu petróleo.	Percentagem	F.M.I.*

3.3.2. Variáveis Políticas

Tabela III

Nome da Variável	Definição	Unidade da medida	Fonte
Estabilidade do Governo (+)	A capacidade de um governo realizar o seu programa declarado e a sua capacidade para permanecer no cargo.	0 a 4	I.C.R.G.
Condições socioeconómicas (+)	Avaliação das pressões socioeconômicas no trabalho e na sociedade, que podem limitar a ação do governo ou de insatisfação social.	0 a 4	I.C.R.G.
Perfil de Investimento (+)	Avaliação de fatores que afetam o risco de investimento que não são cobertos por outros componentes de risco político, econômico e financeiro.	0 a 4	I.C.R.G.
Conflito Interno (+)	É uma avaliação da violência política no país e seu impacto real ou potencial sobre o governo.	0 a 4	I.C.R.G.
Conflito Externo (+)	É uma avaliação tanto do risco para o atual governo de ação externa, que vão desde a pressão externa não-violenta, para a pressão externa violenta.	0 a 4	I.C.R.G.
Corrupção (+)	Avaliação da corrupção dentro do sistema político.	0 a 6	I.C.R.G.
Militares na política (+)	Grau de intervenção dos militares na política.	0 a 6	I.C.R.G.
Tensões Religiosas (+)	Avaliação se uma sociedade ou governo é dirigido por um único grupo religioso que visa substituir o direito civil pela lei religiosa, podendo excluir outras religiões do processo político e social.	0 a 6	I.C.R.G.
Lei e Ordem (+)	A Lei é a avaliação da força e da imparcialidade do sistema legal e a Ordem a avaliação da observância popular da lei	0 a 6	I.C.R.G.
Tensões Étnicas (+)	Avaliação do grau de tensão dentro de um país perante fatores raciais, nacionalidade ou divisões linguísticas.	0 a 6	I.C.R.G.
Responsabilidade Democrática (+)	Se um governo está sensível ao seu povo.	0 a 6	I.C.R.G.

Qualidade Burocrática (+)	Avaliação se os países onde a burocracia tem força e experiencia para governar sem mudanças drásticas na política ou interrupções em serviços do governo quando os governos mudam.	0 a 4	I.C.R.G.
---------------------------	--	-------	----------

3.3.3. Variáveis Financeiras

Tabela IV

Nome da Variável	Definição	Unidade da medida	Fonte
Crises Bancárias (-)	É uma Dummy, se um país tiver uma crise bancária é igual a 1, se o contrário igual a 0.	0 ou 1	Reinhart e Rogoff (2011)

4. Análise Empírica

Para cada modelo estimado de cada agência e para cada tipo de rating da mesma obtivemos quatro regressões, que vão divergindo entre si ao nível de variáveis políticas nas regressões (1), (2), (3) e (4). A regressão (1) diverge da regressão (2) ao nível dos conflitos, pois na regressão (1) está representada a variável conflitos internos e na regressão (2) conflitos externos. Já a regressão (1) e (3) divergem ao nível das variáveis corrupção e militares na política, estando a primeira presente na regressão (1) e desaparecendo na (3), o contrário acontece para a segunda que está representada na (3) regressão e não na regressão (1). Já a diferença entre a regressão (1) e (4) situa-se ao nível das tensões, na regressão (1) está presente a variável tensões religiosas e na regressão (4) está presente a variável tensões étnicas. Nesta secção são apresentados os resultados para a transformação linear dos ratings de 1 a 10. Sendo os resultados para a transformação linear de 1 a 22 muito semelhantes, os mesmos são reportados no anexo.

4.1. Fitch foreign

Na Tabela 1ª são apresentados os resultados da regressão linear simples (OLS) com erros estratificados por país (opção cluster (id)). Poderemos verificar que a nível de significância global as regressões são estatisticamente significativas e que todas têm um R^2 ajustado muito elevado, logo um poder explicativo elevado. A regressão (2) obtém o melhor R^2 ajustado, 0,879, isto é, o modelo explica cerca de 87,9% das variações da variável dependente em torno da sua média. Evidenciamos que algumas variáveis obtêm significância estatística e sinais previstos pela literatura. Com sinal positivo e significativas, obtemos as variáveis Saldo da conta corrente/P.I.B, Receitas/P.I.B., P.I.B. per capita e o Investimento, que é positivo e significativo a 10% nas regressões (1), (2) e (4), sinal que também era esperado. Assim uma variável como o P.I.B. per capita quando aumenta uma unidade usd na regressão (1) o rating de um país cresce em 0,0000246 pontos. Com o sinal contrário e significativas obtivemos as variáveis Défice/ P.I.B e Inflação, sinais que eram previstos. Quanto às variáveis políticas identificamos as variáveis Estabilidade do Governo, Condições sócio-económicas, Perfil de investimento, Lei e Ordem e Qualidade Burocrática como sendo

significativas e positivas, logo um aumento nestas variáveis proporciona um aumento nos ratings dos países, sinais que já eram esperados.

Tabela 1a – Regressão linear simples (Fitch foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0663** (2.181)	0.0614** (2.052)	0.0681** (2.194)	0.0652** (2.062)
Cond. Socioeconómicas	0.0975* (1.773)	0.0913* (1.703)	0.0947* (1.743)	0.105* (1.986)
Perfil de Investimento	0.153*** (3.215)	0.154*** (3.189)	0.153*** (3.248)	0.151*** (3.202)
Conflitos Internos	-0.0330 (-0.572)		-0.0337 (-0.593)	-0.0272 (-0.486)
Corrupção	0.0317 (0.440)	0.0446 (0.590)		0.0427 (0.577)
Tensões Religiosas	0.0499 (1.066)	0.0328 (0.641)	0.0545 (1.131)	
Lei/Ordem	0.279*** (3.508)	0.264*** (3.456)	0.285*** (3.331)	0.284*** (3.368)
Resp. Democrática	-0.0952 (-1.516)	-0.0943 (-1.498)	-0.0953 (-1.467)	-0.0956 (-1.476)
Qualid. Burocrática	0.269* (1.968)	0.274* (1.960)	0.292** (2.215)	0.264* (1.944)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0305** (2.035)	0.0317** (2.228)	0.0303** (2.030)	0.0279* (1.925)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.00211 (-1.147)	-0.00202 (-1.069)	-0.00232 (-1.286)	-0.00205 (-1.152)
Défice/P.I.B.	-0.0445** (-2.523)	-0.0424** (-2.461)	-0.0442** (-2.387)	-0.0447** (-2.534)
Receitas/P.I.B.	0.0199* (2.017)	0.0223** (2.252)	0.0209** (2.191)	0.0198* (2.010)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.00526 (0.229)	0.00413 (0.179)	0.00674 (0.295)	0.00750 (0.325)
P.I.B. per capita	2.46e-05*** (3.485)	2.33e-05*** (3.344)	2.49e-05*** (3.613)	2.41e-05*** (3.467)
Inflação	-0.0347*** (-3.326)	-0.0351*** (-3.182)	-0.0347*** (-3.401)	-0.0354*** (-3.269)
Investimento/P.I.B.	0.0332* (1.787)	0.0341* (1.957)	0.0324 (1.644)	0.0319* (1.707)
Taxa de Desemprego	0.0235 (1.122)	0.0239 (1.125)	0.0230 (1.083)	0.0252 (1.197)
Exp. Líquidas de Petróleo	-0.236 (-0.146)	-0.408 (-0.242)	-0.265 (-0.147)	-0.00162 (-0.00105)
Crises Bancárias	-0.137 (-1.144)	-0.155 (-1.260)	-0.138 (-1.192)	-0.140 (-1.184)
Conflitos Externos		-0.0640 (-1.034)		
Militares na Política			-0.000542 (-0.00519)	
Tensões Étnicas				0.00171 (0.0301)
Constante	1.782* (1.931)	2.211* (1.972)	1.784* (1.988)	1.937** (2.121)
Observações	422	422	422	422
R ² Ajustado	0.878	0.879	0.877	0.877

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela 2a – Controlando para efeitos fixos (Fitch foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.00140 (0.0653)	0.00610 (0.280)	0.00375 (0.182)	0.00223 (0.106)
Cond. Socioeconómicas	0.0101 (0.239)	0.00570 (0.143)	0.0115 (0.274)	0.0129 (0.299)
Perfil de Investimento	0.0537** (2.350)	0.0585** (2.518)	0.0539** (2.288)	0.0545** (2.365)
Conflitos Internos	0.00433 (0.130)		0.0105 (0.304)	-0.00606 (-0.171)
Corrupção	-0.0209 (-0.524)	-0.0256 (-0.621)		-0.0215 (-0.538)
Tensões Religiosas	0.0261 (0.573)	0.0280 (0.674)	0.0330 (0.770)	
Lei/Ordem	0.214*** (3.221)	0.226*** (3.290)	0.230*** (3.616)	0.201*** (2.868)
Resp. Democrática	0.0179 (0.252)	0.0143 (0.208)	0.0396 (0.542)	0.0219 (0.308)
Qualid. Burocrática	-0.0797 (-0.406)	-0.100 (-0.565)	-0.0924 (-0.507)	-0.102 (-0.529)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0199** (2.050)	0.0210** (2.325)	0.0198* (1.992)	0.0209** (2.103)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0111*** (-2.745)	-0.0106*** (-2.945)	-0.0117*** (-2.942)	-0.0108*** (-2.755)
Défice/P.I.B.	-0.0254 (-1.590)	-0.0249 (-1.533)	-0.0228 (-1.388)	-0.0250 (-1.580)
Receitas/P.I.B.	-0.0133 (-0.590)	-0.0155 (-0.683)	-0.0128 (-0.591)	-0.0131 (-0.604)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0415*** (2.958)	0.0424*** (2.923)	0.0374*** (2.738)	0.0403*** (2.864)
P.I.B. per capita	1.08e-05** (2.240)	9.29e-06* (1.976)	1.00e-05** (2.130)	1.09e-05** (2.328)
Inflação	-0.0178*** (-2.960)	-0.0168*** (-2.791)	-0.0172*** (-2.854)	-0.0181*** (-3.042)
Investimento/P.I.B.	0.00154 (0.103)	0.00354 (0.227)	0.00329 (0.220)	0.00228 (0.155)
Taxa de Desemprego	-0.0290 (-1.183)	-0.0289 (-1.251)	-0.0243 (-0.961)	-0.0291 (-1.197)
Exp. Líquidas de Petróleo	-1.518 (-0.981)	-1.563 (-1.070)	-1.777 (-1.224)	-1.779 (-1.117)
Crises Bancárias	-0.110 (-1.492)	-0.111 (-1.544)	-0.0943 (-1.361)	-0.110 (-1.521)
Conflitos Externos		-0.0669* (-1.958)		
Militares na Política			-0.116* (-2.015)	
Tensões Étnicas				0.0692 (0.983)
Constante	7.896*** (5.561)	8.647*** (6.843)	8.077*** (5.589)	7.852*** (5.584)
Observações	422	422	422	422
Número de id	43	43	43	43
R ² Ajustado	0.435	0.447	0.442	0.438

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Relativamente às regressões em que se controla para efeitos fixos (tabela 2^a), poderemos verificar que a nível de significância global as regressões são

estatisticamente significativas. No entanto, comparativamente com a regressão linear simples sem controlar os efeitos fixos vemos que todos os R^2 ajustados descem drasticamente, bem como o número de variáveis significativas. O melhor R^2 ajustado obtido foi na regressão (2), com o valor de 0,447, o modelo explica cerca de 44,7 % das variações da variável dependente em torno da sua média. No que diz respeito às variáveis económicas, a inflação continua significativa e com sinal negativo e surge a variável Dívida Bruta como sendo significativa e com sinal negativo para o modelo, sinal que era esperado para estas duas variáveis. As variáveis Saldo da conta corrente/P.I.B., Saldo Estrutural/P.I.B. e P.I.B. per capita são positivas e significativas para o modelo, sinais que eram esperados para estas variáveis. Nas variáveis políticas vemos um desaparecimento de algumas variáveis significativas positivas, contudo as variáveis Conflitos Externos e Militares na Política nas regressões (2) e (3), respetivamente, são significativas e com sinal negativos.

Os resultados para o modelo logit ordenado (Ordered logit) são apresentados na Tabela 3ª. Verificamos que a nível de significância global as regressões são estatisticamente significativas. O número de variáveis económicas estatisticamente significativas para o modelo, aumentaram ligeiramente, comparativamente com a regressão linear simples. As variáveis Saldo da Conta corrente/ P.I.B., Receitas/P.I.B., P.I.B. per capita e Investimento/P.I.B. são positivas, já as variáveis Dívida Bruta/P.I.B., Saldo Estrutural/P.I.B. e Inflação evidenciaram-se com sinal negativo, obtendo estas variáveis sinais esperados (exceto o saldo estrutural). Uma variável como P.I.B. per capita quando aumenta uma unidade na regressão (1), levará a um aumento de 0.0164% na probabilidade de o país passar para o patamar acima na escala (multiplica a probabilidade por 1.000164). Já a variável Inflação quando aumenta na regressão (1) aumenta em quase 30% a probabilidade de o rating de um país passar para o patamar abaixo na escala (multiplica a probabilidade base por 0,703962). Nas variáveis políticas obtemos como sendo positivas e significativas para o modelo as variáveis, Estabilidade do Governo, Perfil de Investimento e Lei/Ordem, sinais que eram esperados, já a variável Condições Sócio Económicas só se evidencia como significativa para o modelo na regressão (4), obtendo sinal positivo, sinal este que era o esperado para esta variável.

Tabela 3a - Logit Ordenado (Fitch foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.332 [1.393713] (2.68) ***	0.319 [1.376258] (2.62) ***	0.340 [1.405208] (2.76) ***	0.320 [1.376549] (2.62) ***
Cond. Socioeconómicas	0.291 [1.338223] (1.49)	0.282 [1.325337] (1.43)	0.290 [1.336978] (1.47)	0.322 [1.379623] (1.67) *
Perfil de Investimento	0.643 [1.901994] (4.17) ***	0.655 [1.924215] (4.23) ***	0.651 [1.917884] (4.26) ***	0.626 [1.87082] (4.22) ***
Conflitos Internos	-0.0840 [.9193983] (-0.36)		-0.0684 [.9338579] (-0.28)	-0.0657 [.9364018] (-0.29)
Corrupção	0.111 [1.117443] (0.39)	0.163 [1.177365] (0.57)		0.157 [1.169795] (0.55)
Tensões Religiosas	0.205 [1.227668] (1.01)	0.156 [1.168302] (0.79)	0.232 [1.26077] (1.12)	
Lei/Ordem	0.799 [2.223273] (2.36) **	0.758 [2.13308] (2.28) **	0.821 [2.273836] (2.34) **	0.796 [2.21724] (2.22) **
Resp. Democrática	-0.344 [.7086546] (-1.38)	-0.360 [.6979058] (-1.47)	-0.338 [.713288] (-1.31)	-0.344 [.7087853] (-1.30)
Qualid. Burocrática	0.259 [1.296044] (0.63)	0.313 [1.367061] (0.75)	0.347 [1.414511] (0.98)	0.206 [1.229326] (0.50)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.159 [1.172381] (2.72) ***	0.160 [1.173982] (2.96) ***	0.158 [1.170776] (2.77) ***	0.149 [1.160627] (2.74) ***
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0216 [.9786201] (-2.19) **	-0.0209 [.9793517] (-2.15) **	-0.0222 [.9780905] (-2.27) **	-0.0218 [.978436] (-2.20) **
Défice/P.I.B.	0.137 [1.146558] (1.17)	0.142 [1.152718] (1.21)	0.142 [1.153065] (1.20)	0.139 [1.14965] (1.20)
Receitas/P.I.B.	0.0867 [1.090571] (2.31) **	0.102 [1.106863] (2.71) ***	0.0914 [1.095705] (2.25) **	0.0865 [1.090324] (2.28) **
Saldo Estrutural/P.I.B.	-0.289 [.7493352] (-2.22) **	-0.293 [.7461291] (-2.13) **	-0.287 [.7504639] (-2.16) **	-0.279 [.7566468] (-2.15) **
P.I.B. per capita	0.000164 [1.000164] (2.97) ***	0.000152 [1.000152] (2.76) ***	0.000164 [1.000164] (2.94) ***	0.000163 [1.000163] (2.88) ***

Inflação	-0.351 [.7039362] (-5.88) ***	-0.372 [.6896852] (-5.84) ***	-0.352 [.7029762] (-5.88) ***	-0.356 [.7005726] (-6.01) ***
Investimento/P.I.B.	0.123 [1.130371] (1.83) *	0.130 [1.138483] (2.10) **	0.117 [1.12461] (1.65) *	0.114 [1.120742] (1.72) *
Taxa de Desemprego	0.100 [1.105458] (1.38)	0.101 [1.10581] (1.31)	0.100 [1.105375] (1.35)	0.106 [1.111411] (1.42)
Exp. Líquidas de Petróleo	-3.590 [.0275943] (-0.60)	-3.687 [.025048] (-0.60)	-3.782 [.0227863] (-0.61)	-2.505 [.081655] (-0.45)
Crises Bancárias	-0.388 [.6785122] (-0.81)	-0.437 [.6462111] (-0.92)	-0.354 [.7020449] (-0.68)	-0.387 [.6790297] (-0.81)
Conflitos Externos		-0.251 [.7783556] (-0.96)		
Militares na Política			-0.0666 [.9355795] (-0.18)	
Tensões Étnicas				0.0664 [1.06868] (0.34)
Observações	422	422	422	422

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV..

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*;
***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

4.2. Fitch local

Verificamos que a nível de significância global as regressões da Tabela 1b são estatisticamente significativas e que a regressão (2) obtém o melhor R^2 ajustado, 0,884, isto é, o modelo explica cerca de 88,4% das variações da variável dependente em torno da sua média. Em conformidade com a literatura, as variáveis P.I.B. per capita e Investimento mostram-se significativas e positivas, bem como a variável Receitas/P.I.B, sinais que eram esperados para estas variáveis. Já as variáveis Inflação, Défice/P.I.B. e Dívida bruta /P.I.B. são significativas mas com sinais negativos, isto é, um aumento nestas variáveis provoca uma diminuição no rating de um dado país, sinais que eram esperados. Nas variáveis políticas podemos verificar que as variáveis Perfil de Investimento, Lei/Ordem e Qualidade Burocrática são significativas e positivas em todas as regressões, sinais que eram esperados para estas variáveis, assim um aumento nestas variáveis leva a um aumento de rating de um dado país. Já a variável

Responsabilidade Democrática é significativa para o modelo no entanto obtém um sinal negativo, sinal este que não era esperado para esta variável.

Tabela 1b – Regressão linear simples (Fitch local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0538 (1.573)	0.0465 (1.389)	0.0559 (1.601)	0.0513 (1.514)
Condições Socioeconómicas	0.0901 (1.512)	0.0820 (1.453)	0.0835 (1.359)	0.0995* (1.700)
Perfil de Investimento	0.102** (2.400)	0.104** (2.403)	0.0974** (2.300)	0.101** (2.444)
Conflitos Internos	-0.0406 (-0.609)		-0.0499 (-0.785)	-0.0364 (-0.553)
Corrupção	0.0517 (0.755)	0.0707 (0.980)		0.0629 (0.897)
Tensões Religiosas	0.0543 (0.765)	0.0263 (0.363)	0.0570 (0.829)	
Lei/Ordem	0.229** (2.185)	0.205** (2.060)	0.233** (2.101)	0.225** (2.133)
Responsabilidade Democrática	-0.191** (-2.523)	-0.191** (-2.504)	-0.193** (-2.505)	-0.190** (-2.446)
Qualidade Burocrática	0.504*** (3.405)	0.513*** (3.447)	0.541*** (3.569)	0.485*** (3.346)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0162 (1.290)	0.0179 (1.672)	0.0160 (1.266)	0.0133 (1.048)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.00626*** (-3.363)	-0.00617*** (-3.273)	-0.00665*** (-3.295)	-0.00635*** (-3.280)
Défice/P.I.B.	-0.0505*** (-2.934)	-0.0477*** (-2.747)	-0.0512*** (-2.871)	-0.0508*** (-2.991)
Receitas/P.I.B.	0.0240** (2.406)	0.0281** (2.796)	0.0246** (2.512)	0.0244** (2.452)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0194 (0.706)	0.0178 (0.654)	0.0224 (0.835)	0.0225 (0.821)
P.I.B. per capita	1.88e-05*** (3.146)	1.66e-05*** (2.924)	1.96e-05*** (3.253)	1.86e-05*** (3.118)
Inflação	-0.0592*** (-4.594)	-0.0627*** (-5.251)	-0.0572*** (-4.829)	-0.0603*** (-5.353)
Investimento/P.I.B.	0.0612*** (3.256)	0.0627*** (3.732)	0.0602*** (3.172)	0.0570*** (2.943)
Taxa de Desemprego	0.0296 (1.114)	0.0299 (1.129)	0.0283 (1.063)	0.0300 (1.092)
Exp. Líquidas de Petróleo	-0.717 (-0.347)	-0.952 (-0.459)	-0.655 (-0.304)	-0.508 (-0.253)
Crises Bancárias	-0.106 (-0.897)	-0.137 (-1.142)	-0.123 (-1.043)	-0.115 (-1.023)
Conflitos Externos		-0.102 (-1.600)		
Militares na Política			0.0369 (0.364)	
Tensões Étnicas				0.0342 (0.570)
Constante	2.377** (2.631)	3.156*** (2.928)	2.414** (2.656)	2.547*** (3.065)
Observações	409	409	409	409
R ² Ajustado	0.881	0.884	0.881	0.881

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela 2b – Controlando os efeitos fixos (Fitch local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0420* (1.746)	0.0457* (2.000)	0.0445** (2.105)	0.0421* (1.777)
Condições Socioeconómicas	0.0367 (0.801)	0.0328 (0.751)	0.0339 (0.743)	0.0350 (0.773)
Perfil de Investimento	0.0365 (1.399)	0.0405 (1.523)	0.0383 (1.444)	0.0328 (1.238)
Conflitos Internos	0.00170 (0.0446)		0.0129 (0.342)	-0.0103 (-0.287)
Corrupção	-0.0370 (-0.929)	-0.0412 (-0.999)		-0.0494 (-1.213)
Tensões Religiosas	-0.0661 (-1.316)	-0.0653 (-1.353)	-0.0605 (-1.268)	
Lei/Ordem	0.0619 (0.808)	0.0698 (0.905)	0.0804 (1.091)	0.0370 (0.463)
Responsabilidade Democrática	-0.0174 (-0.316)	-0.0214 (-0.377)	0.0177 (0.314)	-0.0133 (-0.251)
Qualidade Burocrática	-0.176 (-1.089)	-0.191 (-1.213)	-0.178 (-1.291)	-0.273* (-1.751)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0135 (1.106)	0.0144 (1.165)	0.0113 (0.873)	0.0181 (1.533)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0129*** (-3.437)	-0.0125*** (-3.527)	-0.0140*** (-3.820)	-0.0131*** (-3.722)
Défice/P.I.B.	-0.0572*** (-2.999)	-0.0565*** (-2.946)	-0.0517*** (-2.762)	-0.0582*** (-3.094)
Receitas/P.I.B.	0.0647*** (2.880)	0.0634*** (2.784)	0.0660*** (3.193)	0.0663*** (2.871)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0377** (2.540)	0.0381** (2.455)	0.0294** (2.050)	0.0364** (2.468)
P.I.B. per capita	2.55e-06 (0.619)	1.28e-06 (0.313)	1.21e-06 (0.289)	3.92e-06 (1.006)
Inflação	-0.0243*** (-3.167)	-0.0234*** (-2.936)	-0.0237*** (-2.773)	-0.0233*** (-3.039)
Investimento/P.I.B.	0.0235 (1.459)	0.0246 (1.437)	0.0234 (1.399)	0.0255 (1.547)
Taxa de Desemprego	0.00359 (0.204)	0.00310 (0.181)	0.00841 (0.495)	0.00438 (0.249)
Exp. Líquidas de Petróleo	-0.746 (-0.352)	-0.680 (-0.334)	-0.555 (-0.285)	-1.874 (-0.777)
Crises Bancárias	-0.0817 (-0.805)	-0.0816 (-0.839)	-0.0591 (-0.636)	-0.0756 (-0.755)
Conflitos Externos		-0.0571 (-1.462)		
Militares na Política			-0.192*** (-3.905)	
Tensões Étnicas				0.0742 (1.225)
Constante	6.275*** (4.591)	6.916*** (5.641)	6.697*** (5.033)	6.078*** (4.352)
Observações	409	409	409	409
Número de id	42	42	42	42
R ² Ajustado	0.346	0.357	0.367	0.346

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Verificamos que em comparação com a regressão linear simples os R^2 ajustados das regressões para efeitos fixos (Tabela 2b) são mais baixos, tendo a regressão (3) o melhor R^2 ajustado, 0,396. Em relação ao número de variáveis significativas para o modelo também desce em comparação com a regressão linear simples. Nas variáveis económicas, as variáveis Dívida Bruta/P.I.B., Déficit/P.I.B. e Inflação mostram-se significativas e com sinal negativo, por outro lado as variáveis Receitas/P.I.B. e Saldo Estrutural/P.I.B. são significativas e positivas, obtendo estas variáveis sinais esperados, no entanto uma variável como o P.I.B. per capita que é mencionada pela literatura desaparece a nível de significância para o modelo. Já nas variáveis políticas vemos uma descida no número de variáveis significativas em comparação com a regressão linear simples, a variável Estabilidade do governo mostra-se significativa e positiva, já a variável Militares na Política é significativa e com sinal negativo, ambas as variáveis obtiveram sinais esperados.

Verificamos que a nível de significância global as regressões logit ordenado (Tabela 3b) são estatisticamente significativas. Para as variáveis económicas, o número de variáveis significativas é idêntico à regressão Linear simples. As variáveis Receitas/P.I.B., P.I.B. per capita e o Investimento mostraram-se significativas e com sinal positivo, que era o sinal esperado para estas variáveis, a variável Saldo da Conta Corrente também se mostrou positiva, no entanto só se mostrou significativa para as regressões (1) e (4). As variáveis Dívida Bruta/P.I.B. e a Inflação também se mostraram significativas e com os sinais esperados, sinais negativos. Isto quer dizer que um aumento de 1% no rácio da Dívida Bruta/P.I.B., aumenta a probabilidade de descida de patamar de um rating de um dado país em cerca de 5% (multiplica a probabilidade base por 0.9518635). Já a variável Taxa de Desemprego aparece como sendo significativa nas regressões (1), (2) e (3), no entanto obtém um sinal que não era esperado, um sinal positivo, quando o esperado era que influenciasse negativamente um rating. Já para a variável Financeira Crises Bancárias, obtivemos significância para a variável no modelo, ao contrário da regressão linear simples, e com o sinal previsto, sinal negativo, um sinal que influencia negativamente um rating. Nas variáveis económicas vemos que em algumas variáveis a significância se reduz em algumas regressões, talvez devido à alternância destas variáveis de regressão em regressão, assim as seguintes variáveis mostraram-se positivas como era esperado, a variável

Estabilidade do Governo na regressão (3), Condições Sócio Económicas na regressão (4), Perfil de Investimento na regressão (1) e (4) e Lei/Ordem nas regressões (1) e (3), já as variáveis Qualidade Burocrática e Corrupção evidenciaram-se significativas e positivas, como esperado. No entanto a variável Responsabilidade Democrática que se evidenciou como significativa para o modelo e com um sinal negativo, obteve o sinal oposto ao esperado.

Tabela 3b – Logit Ordenado (Fitch local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.227 [1.255048] (1.54)	0.197 [1.217159] (1.34)	0.261 [1.297955] (1.82) *	0.195 [1.215306] (1.40)
Cond. Socioeconómicas	0.247 [1.279549] (1.11)	0.220 [1.246316] (1.00)	0.203 [1.225618] (0.92)	0.358 [1.430397] (1.73) *
Perfil de Investimento	0.325 [1.383726] (1.66) *	0.321 [1.378682] (1.63)	0.276 [1.318267] (1.50)	0.319 [1.375982] (1.77) *
Conflitos Internos	-0.285 [.7521339] (-1.15)		-0.366 [.6935639] (-1.62)	-0.256 [.7737727] (-1.05)
Corrupção	0.445 [1.559791] (1.46)	0.463 [1.588833] (1.48)		0.600 [1.82128] (2.02) **
Tensões Religiosas	0.217 [1.242644] (0.94)	0.128 [1.136592] (0.53)	0.232 [1.260594] (1.08)	
Lei/Ordem	0.693 [2.000409] (1.71) *	0.581 [1.78824] (1.50)	0.716 [2.047242] (1.73) *	0.587 [1.797921] (1.50)
Resp. Democrática	-1.060 [.3466268] (-2.87) ***	-1.125 [.3246304] (-3.17) ***	-1.116 [.3276194] (-2.88) ***	-1.097 [.3338361] (-2.95) ***
Qualid. Burocrática	1.657 [5.2455] (3.20) ***	1.715 [5.557227] (3.41) ***	1.995 [7.349632] (4.01) ***	1.444 [4.238577] (2.90) ***
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.135 [1.144288] (1.71) *	0.117 [1.12454] (1.51)	0.116 [1.122618] (1.52)	0.146 [1.156994] (1.87) *
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0493 [.9518635] (-5.84) ***	-0.0479 [.9531839] (-5.63) ***	-0.0534 [.9479801] (-5.92) ***	-0.0519 [.9494179] (-5.44) ***
Défice/P.I.B.	-0.190 [.8270933] (-1.58)	-0.155 [.8565363] (-1.12)	-0.176 [.8386946] (-1.49)	-0.180 [.8349676] (-1.29)

Receitas/P.I.B.	0.123 [1.131043] (2.56) **	0.132 [1.140936] (2.88) ***	0.115 [1.122387] (2.43) **	0.137 [1.14734] (3.10) ***
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0899 [1.094042] (0.58)	0.0643 [1.06636] (0.37)	0.0821 [1.08555] (0.52)	0.105 [1.110385] (0.63)
P.I.B. per capita	0.000223 [1.000223] (3.60) ***	0.000205 [1.000205] (2.93) ***	0.000235 [1.000235] (3.68) ***	0.000231 [1.000231] (3.67) ***
Inflação	-0.306 [.7365315] (-4.69) ***	-0.339 [.7124447] (-5.26) ***	-0.290 [.7483514] (-4.77) ***	-0.308 [.7346988] (-4.78) ***
Investimento/P.I.B.	0.322 [1.379733] (4.48) ***	0.317 [1.372687] (4.39) ***	0.319 [1.375472] (4.33) ***	0.300 [1.349544] (3.74) ***
Taxa de Desemprego	0.140 [1.150305] (1.71) *	0.138 [1.148138] (1.75) *	0.133 [1.141785] (1.63)	0.146 [1.157199] (1.71) *
Exp. Líquidas de Petróleo	-11.47 [.0000104] (-1.33)	-10.73 [.0000218] (-1.24)	-10.15 [.0000392] (-1.13)	-12.61 [3.34e-06] (-1.56)
Crises Bancárias	-1.677 [.1870258] (-2.40) **	-1.765 [.171127] (-2.31) **	-1.850 [.1572471] (-2.96) ***	-1.722 [.1787499] (-2.54) **
Conflitos Externos		-0.319 [.7267518] (-0.77)		
Militares na Política			0.345 [1.411373] (1.00)	
Tensões Étnicas				0.462 [1.587408] (2.00) **
Observações	409	409	409	409

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV..

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*;

***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

4.3. Standard & Poor's foreign

As quatro regressões OLS da Tabela 1c, ao nível de significância global, são estatisticamente significativas, no entanto a regressão (2) obtém um R^2 ajustado melhor, 0.894, isto indica que o modelo explica cerca de 89,4% das variações da variável dependente em torno da sua média. As variáveis económicas, Receitas/P.I.B., P.I.B. per capita e Investimento mostram-se positivas e significativas em todas as regressões, assim um aumento em qualquer uma destas variáveis faz com que o rating de um dado país aumente. Os sinais para estas variáveis foram os esperados, como também para as variáveis económicas Défice /P.I.B. e Inflação que obtiveram sinais negativos e foram significativas em todas as regressões, logo, um aumento nestas duas variáveis faz com que o rating de um país desça. Já a variável Dívida bruta/P.I.B. foi negativa e significativa na regressão (3) e a variável Saldo da Conta Corrente/P.I.B. foi positiva e significativa na regressão (2), variáveis com sinais esperados, no entanto só apareceram significativas devido à alteração das variáveis económicas incluídas. Para a variável financeira Crises Bancárias vemos que ela é significativa para as regressões (2) e (3) e com o sinal esperado, um sinal negativo. Assim, um ano de crise bancária num dado país faz com que o seu rating desça em 0,177 pontos na escala. Para as variáveis políticas, identificamos as variáveis Estabilidade do governo, Condições sócio-económicas, Perfil de Investimento, Lei/Ordem e Qualidade burocrática como sendo significativas e positivas. Assim, este grupo de variáveis faz com que um rating de um dado país aumente quando as próprias variáveis aumentam. A variável responsabilidade democrática mostra-se com sendo significativa para a regressão (3), no entanto obtém um sinal negativo, sinal este que não era o esperado. Já a variável Conflitos externos mostra-se significativa e negativa para S & P Foreign um sinal que era esperado.

Tabela 1c – Regressão linear simples (Standard & Poor's foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0623** (2.509)	0.0549* (1.984)	0.0627** (2.488)	0.0628** (2.458)
Condições Socioeconómicas	0.157*** (3.091)	0.147*** (3.017)	0.152*** (3.001)	0.162*** (3.387)
Perfil de Investimento	0.154*** (3.044)	0.156*** (3.066)	0.147*** (2.795)	0.152*** (3.008)
Conflitos Internos	-0.0463 (-0.825)		-0.0564 (-1.045)	-0.0383 (-0.720)
Corrupção	0.0304 (0.476)	0.0517 (0.761)		0.0406 (0.611)
Tensões Religiosas	0.0478 (0.921)	0.0205 (0.370)	0.0461 (0.903)	
Lei/Ordem	0.205** (2.508)	0.184** (2.459)	0.205** (2.463)	0.216** (2.476)
Responsabilidade Democrática	-0.105 (-1.605)	-0.102 (-1.583)	-0.110* (-1.696)	-0.103 (-1.546)
Qualidade Burocrática	0.387*** (3.046)	0.398*** (3.037)	0.406*** (3.464)	0.398*** (3.217)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0268 (1.629)	0.0289* (1.901)	0.0266 (1.610)	0.0239 (1.564)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.00250 (-1.527)	-0.00232 (-1.418)	-0.00285* (-1.831)	-0.00222 (-1.315)
Défice/P.I.B.	-0.0535*** (-2.887)	-0.0501*** (-2.809)	-0.0553*** (-2.945)	-0.0530*** (-2.810)
Receitas/P.I.B.	0.0185** (2.100)	0.0225** (2.570)	0.0184** (2.119)	0.0177** (2.046)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0101 (0.456)	0.00814 (0.378)	0.0123 (0.559)	0.0118 (0.534)
P.I.B. per capita	2.28e-05*** (3.352)	2.05e-05*** (3.157)	2.36e-05*** (3.536)	2.21e-05*** (3.190)
Inflação	-0.0486*** (-6.692)	-0.0493*** (-7.171)	-0.0483*** (-6.340)	-0.0497*** (-6.666)
Investimento/P.I.B.	0.0342** (2.168)	0.0359** (2.386)	0.0349** (2.158)	0.0344** (2.134)
Taxa de Desemprego	0.0281 (1.290)	0.0289 (1.304)	0.0274 (1.264)	0.0306 (1.414)
Exp. Líquidas de Petróleo	0.898 (0.666)	0.599 (0.443)	1.055 (0.752)	1.244 (0.954)
Crises Bancárias	-0.145 (-1.524)	-0.177* (-1.788)	-0.165* (-2.001)	-0.144 (-1.456)
Conflitos Externos		-0.107** (-2.113)		
Militares na Política			0.0468 (0.553)	
Tensões Étnicas				-0.0361 (-0.660)
Constante	1.607* (1.901)	2.348** (2.435)	1.668* (1.988)	1.796** (2.281)
Observações	426	426	426	426
R ² Ajustado	0.891	0.894	0.891	0.891

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela 2c – Controlando os efeitos fixos (Standard & Poor’s foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	-0.000284 (-0.0139)	0.00628 (0.331)	-0.00118 (-0.0610)	0.000149 (0.00741)
Condições Socioeconômicas	0.103** (2.442)	0.0985** (2.462)	0.104** (2.471)	0.102** (2.600)
Perfil de Investimento	0.0171 (0.528)	0.0230 (0.742)	0.0168 (0.513)	0.0172 (0.527)
Conflitos Internos	0.0125 (0.359)		0.0152 (0.410)	0.00413 (0.118)
Corrupção	-0.0164 (-0.324)	-0.0245 (-0.504)		-0.0215 (-0.468)
Tensões Religiosas	-0.00862 (-0.141)	-0.00658 (-0.111)	-0.00899 (-0.156)	
Lei/Ordem	0.126 (1.640)	0.143* (1.987)	0.129* (1.739)	0.111 (1.535)
Responsabilidade Democrática	-0.0753 (-0.773)	-0.0789 (-0.810)	-0.0714 (-0.708)	-0.0725 (-0.734)
Qualidade Burocrática	-0.0387 (-0.172)	-0.0684 (-0.337)	-0.0359 (-0.164)	-0.0758 (-0.366)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0198* (1.726)	0.0212* (1.875)	0.0196* (1.707)	0.0210* (1.833)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0155*** (-5.226)	-0.0149*** (-4.901)	-0.0156*** (-5.231)	-0.0154*** (-5.319)
Défice/P.I.B.	-0.0630*** (-4.349)	-0.0626*** (-4.258)	-0.0623*** (-4.281)	-0.0628*** (-4.395)
Receitas/P.I.B.	0.00548 (0.323)	0.00253 (0.147)	0.00541 (0.327)	0.00615 (0.381)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0488*** (3.666)	0.0498*** (3.599)	0.0475*** (3.613)	0.0476*** (3.548)
P.I.B. per capita	1.31e-05*** (2.758)	1.11e-05** (2.471)	1.29e-05*** (2.755)	1.36e-05*** (2.983)
Inflação	-0.0383*** (-4.672)	-0.0370*** (-4.364)	-0.0382*** (-4.661)	-0.0386*** (-4.558)
Investimento/P.I.B.	0.0299* (1.803)	0.0328* (1.999)	0.0301* (1.816)	0.0300* (1.866)
Taxa de Desemprego	-0.0299 (-1.369)	-0.0298 (-1.419)	-0.0289 (-1.274)	-0.0304 (-1.420)
Exp. Líquidas de Petróleo	-0.275 (-0.171)	-0.287 (-0.181)	-0.276 (-0.175)	-0.676 (-0.450)
Crises Bancárias	-0.117 (-1.462)	-0.117 (-1.549)	-0.115 (-1.473)	-0.116 (-1.470)
Conflitos Externos		-0.0792** (-2.693)		
Militares na Política			-0.0287 (-0.388)	
Tensões Étnicas				0.0553 (1.230)
Constante	7.315*** (6.186)	8.280*** (6.855)	7.334*** (6.218)	7.263*** (6.234)
Observações	426	426	426	426
Número de id	43	43	43	43
R ² Ajustado	0.582	0.592	0.582	0.584

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Ao nível da significância global as regressões para efeitos fixos (Tabela 2c) são estatisticamente significativas, no entanto comparativamente com a regressão linear simples (OLS) vemos que todos os R^2 ajustados descem e o melhor R^2 ajustado é o da regressão (2), com 0,592. Já ao nível do número de variáveis significativas comparativamente com o modelo de regressão linear simples regista-se uma redução. Nas variáveis económicas vemos que as variáveis Dívida bruta/P.I.B., Défice /P.I.B. e Inflação são negativas e estatisticamente significativas para todas as regressões, sinais para estas variáveis que eram esperados. Também com sinais esperados temos as variáveis P.I.B. per capita, Saldo estrutural /P.I.B., Investimento e Saldo da conta corrente /P.I.B., que são positivas e significativas.

Já nas variáveis políticas o número de variáveis significativas cai em comparação com a regressão linear simples. A variável Condições sócio-económicas é significativa e positiva, como esperado. A variável Conflitos externos é significativa e obtém sinal negativo, o oposto ao esperado. Já a variável Lei/Ordem é significativa nas regressões (2) e (3), talvez devido a alternância de algumas variáveis políticas de regressão para regressão.

Também para o logit ordenado (tabela 3c), ao nível de significância global, as regressões são estatisticamente significativas. Quanto às variáveis, podemos identificar um maior número de variáveis económicas significativas. As variáveis Saldo da Conta Corrente/P.I.B., Receitas/P.I.B., P.I.B. per capita e o Investimento são positivas e significativas, já as variáveis Dívida Bruta/P.I.B. e Inflação são significativas com valores negativos, ambos os sinais eram os esperados. Assim um aumento de uma unidade na variável rácio Investimento/P.I.B. aumenta a probabilidade de um rating de um dado país de subir para o próximo patamar em cerca de 15% (multiplica a probabilidade base por 1.158043). A variável financeira, Crises Bancárias é significativa para a regressão (3) e como o sinal esperado. Nas variáveis económicas vemos que o número de variáveis significativas quase se manteve inalterado, comparativamente com a regressão linear simples, as variáveis Estabilidade do Governos, Condições Sócio Económicas, Perfil de Investimento e Qualidade Burocrática são significativas e positivas para o modelo. Já as variáveis Conflitos Internos na regressão (3), Conflitos Externos na regressão (2) e Responsabilidade Democrática são significativas e obtém sinais negativos, sinais opostos aos esperados.

Tabela 3c – Logit Ordenado (Standard & Poor’s foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.287 [1.331843] (2.49) **	0.264 [1.301814] (2.17) **	0.283 [1.326711] (2.29) **	0.271 [1.311544] (2.43) **
Cond. Socioeconómicas	0.595 [1.813006] (3.40) ***	0.596 [1.814236] (3.33) ***	0.585 [1.794964] (3.31) ***	0.640 [1.895857] (3.67) ***
Perfil de Investimento	0.695 [2.003893] (3.45) ***	0.714 [2.041441] (3.53) ***	0.635 [1.887147] (2.96) ***	0.668 [1.95038] (3.36) ***
Conflitos Internos	-0.209 [.8117031] (-1.04)		-0.307 [.7358773] (-1.67) *	-0.164 [.8486408] (-0.82)
Corrupção	0.00799 [1.008023] (0.03)	0.075 [1.080627] (0.30)		0.0916 [1.095935] (0.33)
Tensões Religiosas	0.373 [1.452481] (1.72) *	0.271 [1.311545] (1.22)	0.335 [1.397652] (1.51)	
Lei/Ordem	0.508 [1.661819] (1.26)	0.416 [1.516] (1.11)	0.485 [1.624678] (1.16)	0.541 [1.717396] (1.28)
Resp. Democrática	-0.447 [.6396205] (-1.74) *	-0.489 [.6132266] (-1.93) *	-0.494 [.6100345] (-1.79) *	-0.438 [.6454047] (-1.61)
Qualid. Burocrática	1.164 [3.20163] (2.41) **	1.292 [3.63992] (2.67) ***	1.138 [3.121931] (2.53) **	1.064 [2.898478] (2.22) **
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.158 [1.170708] (2.55) **	0.155 [1.168177] (2.71) ***	0.159 [1.171958] (2.44) **	0.135 [1.144782] (2.30) **
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0238 [.9764458] (-2.65) ***	-0.0230 [.977307] (-2.60) ***	-0.0250 [.9752771] (-2.84) ***	-0.0229 [.9773497] (-2.35) **
Défice/P.I.B.	-0.0177 [.982421] (-0.14)	-0.00210 [.9979047] (-0.02)	-0.0253 [.9749802] (-0.19)	-0.0120 [.9880397] (-0.09)
Receitas/P.I.B.	0.0823 [1.085828] (2.62) ***	0.107 [1.112782] (3.39) ***	0.0675 [1.069865] (1.91) *	0.0778 [1.080958] (2.40) **
Saldo Estrutural/P.I.B.	-0.178 [.8365468] (-1.24)	-0.189 [.8274293] (-1.27)	-0.183 [.8331366] (-1.19)	-0.160 [.8517196] (-1.11)
P.I.B. per capita	0.000152 [1.000152] (2.51) **	0.000132 [1.000132] (2.21) **	0.000161 [1.000161] (2.44) **	0.000148 [1.000148] (2.32) **
Inflação	-0.224 [.7996168] (-2.64) ***	-0.260 [.7713856] (-2.64) ***	-0.212 [.809337] (-2.50) **	-0.234 [.7913] (-2.64) ***
Investimento/P.I.B.	0.147 [1.158043] (3.11) ***	0.155 [1.16741] (3.17) ***	0.163 [1.176872] (3.52) ***	0.132 [1.140713] (2.75) ***
Taxa de Desemprego	0.107 [1.113295] (1.40)	0.111 [1.11753] (1.37)	0.108 [1.113556] (1.47)	0.118 [1.125188] (1.51)
Exp. Líquidas de Petróleo	-2.759 [.063342] (-0.51)	-2.794 [.0611802] (-0.51)	-1.895 [.1503216] (-0.34)	-0.829 [.4363193] (-0.17)

Crises Bancárias	-0.639 [.5279109] (-1.39)	-0.690 [.5013849] (-1.46)	-0.810 [.4450797] (-1.92) *	-0.643 [.5258908] (-1.37)
Conflitos Externos		-0.434 [.6479138] (-1.78) *		
Militares na Política			0.419 [1.520416] (1.38)	
Tensões Étnicas				0.00748 [1.007505] (0.04)
Observações	426	426	426	426

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV..

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*;

***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

4.4. Standard & Poor's local

Novamente, das quatro regressões OLS (tabela 1d), a que obtém o melhor valor R^2 ajustado é a regressão (4), 0,860, isto é, o modelo explica cerca de 86,0% das variações da variável dependente em torno da sua média. Nas variáveis económicas obtivemos alguns valores em conformidade com a literatura, como é o caso das variáveis Dívida Bruta/P.I.B. e Inflação, que foram estatisticamente significativas e obtiveram sinal negativo como o esperado. As variáveis P.I.B. per capita e o Investimento também foram estatisticamente significativas para o modelo, obtendo sinal positivo, como de esperado. Já a variável Receitas/P.I.B. evidenciou-se significativa, no entanto só para a regressão (3), talvez devido à alternância das variáveis políticas. No que diz respeito às variáveis políticas, podemos referir que as variáveis Estabilidade do Governo, Perfil de Investimento, Lei/Ordem e Qualidade burocrática afetam positivamente o rating de um país e são significativas para o modelo. Já a variável responsabilidade democrática é significativa para o modelo, no entanto obtém um sinal negativo, que não era o esperado.

Tabela 1d – Regressão linear simples (Standard & Poor's local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0653** (2.087)	0.0629** (2.024)	0.0700** (2.111)	0.0662** (2.077)
Condições Socioeconómicas	0.0581 (1.076)	0.0550 (1.030)	0.0462 (0.830)	0.0660 (1.212)
Perfil de Investimento	0.141*** (2.806)	0.142*** (2.828)	0.135** (2.590)	0.139*** (2.787)
Conflitos Internos	-0.0103 (-0.165)		-0.0193 (-0.330)	0.00314 (0.0520)
Corrupção	0.109 (1.384)	0.117 (1.499)		0.122 (1.471)
Tensões Religiosas	0.0799 (1.194)	0.0689 (0.978)	0.0862 (1.293)	
Lei/Ordem	0.191* (1.994)	0.183** (2.029)	0.200* (1.836)	0.204* (1.961)
Responsabilidade Democrática	-0.209** (-2.657)	-0.206** (-2.608)	-0.215** (-2.619)	-0.206** (-2.638)
Qualidade Burocrática	0.516*** (3.397)	0.524*** (3.429)	0.595*** (3.785)	0.532*** (3.582)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0244 (1.308)	0.0257 (1.429)	0.0229 (1.218)	0.0193 (1.092)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.00664*** (-3.591)	-0.00654*** (-3.573)	-0.00750*** (-3.680)	-0.00628*** (-3.279)
Défice/P.I.B.	-0.0291 (-1.590)	-0.0277 (-1.528)	-0.0302 (-1.542)	-0.0281 (-1.493)
Receitas/P.I.B.	0.0149 (1.459)	0.0170 (1.619)	0.0173* (1.715)	0.0139 (1.363)
Saldo Estrutural/P.I.B.	-0.0186 (-0.714)	-0.0195 (-0.759)	-0.0116 (-0.428)	-0.0152 (-0.578)
P.I.B. per capita	1.45e-05** (2.204)	1.34e-05** (2.067)	1.60e-05** (2.350)	1.34e-05** (2.063)
Inflação	-0.0391*** (-2.992)	-0.0394*** (-2.965)	-0.0386*** (-3.306)	-0.0407*** (-2.927)
Investimento/P.I.B.	0.0482** (2.454)	0.0491** (2.583)	0.0449** (2.258)	0.0462** (2.318)
Taxa de Desemprego	0.0298 (1.047)	0.0298 (1.041)	0.0269 (0.946)	0.0324 (1.128)
Exp. Líquidas de Petróleo	-0.494 (-0.211)	-0.673 (-0.278)	-0.448 (-0.181)	0.0215 (0.00938)
Crises Bancárias	-0.107 (-1.010)	-0.121 (-1.108)	-0.129 (-1.358)	-0.106 (-0.957)
Conflitos Externos		-0.0483 (-0.760)		
Militares na Política			0.0437 (0.402)	
Tensões Étnicas				-0.0453 (-0.691)
Constante	2.341** (2.083)	2.712** (2.240)	2.452** (2.198)	2.673** (2.642)
Observações	411	411	411	411
R ² Ajustado	0.859	0.860	0.857	0.858

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela 2d – Controlando os efeitos fixos (Standard & Poor's local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0273 (1.074)	0.0307 (1.190)	0.0289 (1.279)	0.0276 (1.097)
Condições Socioeconómicas	0.0209 (0.437)	0.0192 (0.414)	0.0201 (0.426)	0.0269 (0.556)
Perfil de Investimento	0.0263 (0.886)	0.0295 (0.999)	0.0270 (0.924)	0.0259 (0.888)
Conflitos Internos	0.0150 (0.489)		0.00807 (0.238)	-0.00263 (-0.0848)
Corrupção	0.0369 (0.697)	0.0309 (0.568)		0.0316 (0.615)
Tensões Religiosas	0.0179 (0.308)	0.0185 (0.325)	0.0192 (0.327)	
Lei/Ordem	0.0779 (1.164)	0.0850 (1.321)	0.0714 (1.046)	0.0488 (0.810)
Responsabilidade Democrática	-0.0724 (-0.945)	-0.0730 (-0.939)	-0.0851 (-1.176)	-0.0672 (-0.897)
Qualidade Burocrática	-0.199 (-1.110)	-0.216 (-1.226)	-0.208 (-1.110)	-0.260 (-1.619)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0158 (1.121)	0.0167 (1.206)	0.0167 (1.217)	0.0188 (1.369)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0151*** (-3.389)	-0.0149*** (-3.486)	-0.0146*** (-3.381)	-0.0147*** (-3.669)
Défiçe/P.I.B.	-0.0168 (-0.864)	-0.0172 (-0.868)	-0.0189 (-0.962)	-0.0176 (-0.912)
Receitas/P.I.B.	0.0122 (0.680)	0.0111 (0.612)	0.0117 (0.646)	0.0140 (0.783)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.00176 (0.0963)	0.00229 (0.122)	0.00563 (0.293)	0.000596 (0.0322)
P.I.B. per capita	1.36e-06 (0.307)	1.99e-07 (0.0422)	1.86e-06 (0.428)	1.98e-06 (0.469)
Inflação	-0.0235*** (-4.219)	-0.0228*** (-4.182)	-0.0238*** (-4.356)	-0.0240*** (-4.740)
Investimento/P.I.B.	0.0281 (1.384)	0.0299 (1.380)	0.0283 (1.429)	0.0302 (1.507)
Taxa de Desemprego	0.00993 (0.474)	0.00922 (0.451)	0.00797 (0.393)	0.0103 (0.492)
Exp. Líquidas de Petróleo	-2.547 (-1.095)	-2.418 (-1.045)	-2.789 (-1.254)	-3.203 (-1.401)
Crises Bancárias	-0.00775 (-0.119)	-0.00531 (-0.0790)	-0.0136 (-0.203)	-0.00766 (-0.115)
Conflitos Externos		-0.0359 (-1.043)		
Militares na Política			0.0835 (0.854)	
Tensões Étnicas				0.120** (2.063)
Constante	7.978*** (6.659)	8.519*** (7.413)	7.851*** (5.841)	7.836*** (6.560)
Observações	411	411	411	411
Número de id	42	42	42	42
R ² Ajustado	0.442	0.445	0.443	0.455

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

A nível de significância global as regressões para efeitos fixos (Tabela 2d) são estatisticamente significativas, no entanto em comparação com a regressão linear simples os R^2 ajustados são inferiores, sendo o melhor o da regressão (4), 0,455. Também a nível de variáveis significativas vemos que controlando os efeitos fixos o número de variáveis significativas desce drasticamente. Nas variáveis económicas vemos que as variáveis inflação e dívida bruta/P.I.B. são estatisticamente significativas a 1% em todas as regressões e com um sinal negativo que era o esperado, no entanto variáveis importantes na literatura como o P.I.B. per capita perdem a significância. Nas variáveis políticas controlando os efeitos fixos, evidenciamos que todas as variáveis deixaram de ter significância para o modelo.

Para Standard & Poor's Local, podemos evidenciar que a nível de significância global as regressões logit ordenado (Tabela 3d) são estatisticamente significativas. Para o Logit ordenado vemos que em comparação com a regressão linear simples o número de variáveis significativas aumentou. Nas variáveis económicas, P.I.B. per capita e o Investimento são significativas para o modelo e obtêm um sinal positivo, já as variáveis Dívida Bruta/P.I.B., Saldo Estrutural/P.I.B. e Inflação também são significativas no entanto com sinal negativo para o modelo. Todas estas variáveis obtiveram os sinais esperados. Também no logit ordenado a variável financeira evidenciou-se significativa, ao contrário da regressão linear simples, tendo a variável Crises Bancárias obtido sinal negativo, sinal que era esperado para esta variável. Nas variáveis políticas, Estabilidade do Governo, Perfil de Investimento, Qualidade Burocrática Corrupção e Lei/Ordem na regressão (2), são significativas para o modelo e com sinal positivo, sinal que era esperado. Assim sendo, um aumento na variável Estabilidade do Governo na regressão (1), aumenta a probabilidade de subida de patamar na escala de um rating de um dado país em cerca de 32% (multiplica a probabilidade base por 1.32841). Já a variável Responsabilidade Democrática evidenciou-se significativa, no entanto com sinal oposto ao esperado.

Tabela 3d – Logit Ordenado (Standard & Poor’s local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.284 [1.32841] (2.25) **	0.275 [1.317036] (2.23) **	0.326 [1.385028] (2.52) **	0.277 [1.319662] (2.14) **
Cond. Socioeconómicas	0.160 [1.173768] (0.77)	0.158 [1.171721] (0.75)	0.0924 [1.09682] (0.45)	0.166 [1.180046] (0.80)
Perfil de Investimento	0.591 [1.806327] (2.76) ***	0.592 [0.75] (2.77) ***	0.568 [1.76418] (2.56) **	0.576 [1.778099] (2.72) ***
Conflitos Internos	-0.0419 [.9589573] (-0.18)		-0.0575 [.9441351] (-0.30)	-0.00694 [.9930876] (-0.03)
Corrupção	0.604 [1.828513] (1.93) *	0.619 [1.856171] (1.98) **		0.649 [1.914453] (2.02) **
Tensões Religiosas	0.292 [1.339552] (1.09)	0.260 [1.29748] (0.99)	0.370 [1.447839] (1.33)	
Lei/Ordem	0.584 [1.792419] (1.57)	0.566 [1.761378] (1.70) *	0.655 [1.924946] (1.58)	0.631 [1.879736] (1.51)
Resp. Democrática	-1.109 [.3298418] (-2.27) **	-1.112 [.3289484] (-2.33) **	-1.117 [.3272793] (-2.19) **	-1.062 [.3458927] (-2.08) **
Qualid. Burocrática	1.342 [3.828105] (2.36) **	1.380 [3.974075] (2.54) **	1.744 [5.717332] (2.95) ***	1.342 [3.825137] (2.51) **
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.124 [1.132425] (1.09)	0.125 [1.132967] (1.10)	0.104 [1.109594] (0.93)	0.0963 [1.101045] (0.90)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0383 [.9624028] (-4.07) ***	-0.0380 [.9626742] (-4.05) ***	-0.0430 [.9578908] (-4.16) ***	-0.0372 [.9635081] (-3.61) ***
Défice/P.I.B.	0.155 [1.16773] (1.09)	0.157 [1.169726] (1.06)	0.163 [1.177126] (1.14)	0.175 [1.191227] (1.25)
Receitas/P.I.B.	0.0531 [1.054554] (1.39)	0.0609 [1.062802] (1.39)	0.0609 [1.062787] (1.52)	0.0445 [1.045532] (1.15)
Saldo Estrutural/P.I.B.	-0.348 [.7058164] (-2.08) **	-0.350 [.704847] (-2.02) **	-0.342 [.7101832] (-1.97) **	-0.345 [.7079554] (-2.09) **
P.I.B. per capita	0.000134 [1.000134] (2.14) **	0.000127 [1.000127] (1.82) *	0.000141 [1.000141] (2.16) **	0.000130 [1.00013] (1.99) **
Inflação	-0.356 [.7006391] (-3.21) ***	-0.369 [.6914769] (-3.13) ***	-0.358 [.699132] (-3.26) ***	-0.374 [.6877648] (-3.40) ***
Investimento/P.I.B.	0.194 [1.213703] (2.81) ***	0.197 [1.21772] (2.72) ***	0.178 [1.194457] (2.69) ***	0.175 [1.191034] (2.34) **
Taxa de Desemprego	0.115 [1.121408] (1.24)	0.115 [1.121963] (1.23)	0.101 [1.105792] (1.09)	0.113 [1.119116] (1.22)
Exp. Líquidas de Petróleo	-3.721 [.0242] (-0.36)	-3.839 [.0215226] (-0.37)	-3.414 [.0329014] (-0.34)	-0.695 [.4989791] (-0.07)

Crises Bancárias	-1.164 [.3123856] (-2.12) **	-1.206 [.2992623] (-2.21) **	-1.207 [.2990636] (-2.28) **	-1.152 [.3159357] (-2.11) **
Conflitos Externos		-0.134 [.874978] (-0.42)		
Militares na Política			0.0993 [1.104399] (0.29)	
Tensões Étnicas				-0.131 [.8774762] (-0.50)
Observações	411	411	411	411

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV..

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*;

***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

4.5. Moody's foreign

Para o modelo OLS e usando o rating Moody's foreign (Tabela 1e) a regressão (3) obtém o melhor R^2 ajustado, 0,902, logo o modelo explica cerca de 90,2% das variações da variável dependente em torno da sua média. Como já era esperado, perante a literatura, obtivemos valores significativos para algumas variáveis económicas. As variáveis Receitas/P.I.B., P.I.B. per capita e Investimento, são significativas e positivas, a variável Défice /P.I.B. mostrou-se significativa e com sinal negativo, sinais que eram esperados para estas variáveis, no entanto uma variável muito importante para a literatura não obteve significância, a variável inflação. Já para a variável financeira, Crises Bancárias evidenciou-se como sendo significativa nas regressões (1), (2) e (3) e obtendo o sinal esperado. Nas variáveis políticas vemos que as seguintes variáveis se mostraram significativas e positivas, Estabilidade do Governo, Condições Sócio Económicas, Perfil de Investimento, Lei/Ordem e Qualidade Burocrática, assim um aumento nestas variáveis aumenta o rating de um dado país. No entanto a variável Responsabilidade Democrática evidenciou-se como significativa nas regressões (1), (2) e (3), no entanto com um sinal que não era o esperado para esta variável.

Também para efeitos fixos (Tabela 2e) ao nível de significância global das regressões, elas são estatisticamente significativas, e os R^2 ajustados baixam muito em comparação com a regressão linear simples, sendo o melhor R^2 ajustado o da regressão (4) no valor de 0,367. De uma forma geral também podemos afirmar que a maior parte da significância das variáveis na regressão linear simples desaparece aqui, controlando os efeitos fixos. Uma das principais variáveis na literatura o P.I.B. per capita, controlando os efeitos fixos deixa de ser significativa.

Já a variável financeira, Crises Bancárias continua sendo significativa para o modelo e obtendo o sinal esperado. Nas variáveis políticas, vemos que as seguintes variáveis se mostraram significativas para o modelo, como também os sinais esperados, Condições Sócio Económicas, Perfil de Investimento, Lei/Ordem, Tensões Étnicas e Qualidade burocrática. Na regressão (3) vê-se que a variável Militares na Política é significativa, com sinal negativo, o que é o oposto do antecipado.

Tabela 1e – Regressão linear simples (Moody's foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0678** (2.256)	0.0632** (2.126)	0.0641** (2.333)	0.0674** (2.221)
Condições Socioeconómicas	0.111** (2.147)	0.106** (2.100)	0.104** (2.066)	0.122** (2.485)
Perfil de Investimento	0.196*** (4.713)	0.197*** (4.685)	0.174*** (4.035)	0.194*** (4.713)
Conflitos Internos	-0.0294 (-0.494)		-0.0585 (-0.999)	-0.0189 (-0.319)
Corrupção	0.0109 (0.180)	0.0239 (0.388)		0.0273 (0.419)
Tensões Religiosas	0.0756 (1.352)	0.0589 (0.969)	0.0587 (1.103)	
Lei/Ordem	0.289*** (3.468)	0.276*** (3.362)	0.273*** (3.341)	0.301*** (3.436)
Responsabilidade Democrática	-0.108* (-1.714)	-0.106* (-1.708)	-0.125* (-1.978)	-0.107 (-1.681)
Qualidade Burocrática	0.411*** (3.231)	0.417*** (3.310)	0.412*** (3.402)	0.414*** (3.128)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0171 (1.390)	0.0183 (1.580)	0.0173 (1.381)	0.0129 (1.098)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.00108 (-0.550)	-0.000973 (-0.517)	-0.00161 (-0.787)	-0.000821 (-0.391)
Défice/P.I.B.	-0.0609*** (-4.052)	-0.0589*** (-3.933)	-0.0671*** (-4.387)	-0.0608*** (-4.061)
Receitas/P.I.B.	0.0241** (2.604)	0.0265*** (2.830)	0.0214** (2.469)	0.0234** (2.557)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0221 (1.080)	0.0209 (1.013)	0.0250 (1.255)	0.0251 (1.222)
P.I.B. per capita	2.20e-05*** (3.838)	2.06e-05*** (3.704)	2.37e-05*** (3.997)	2.11e-05*** (3.830)
Inflação	-0.0223 (-1.431)	-0.0227 (-1.395)	-0.0215 (-1.588)	-0.0237 (-1.460)
Investimento/P.I.B.	0.0472*** (2.933)	0.0482*** (3.084)	0.0516*** (3.039)	0.0463*** (2.866)
Taxa de Desemprego	0.0215 (0.856)	0.0220 (0.883)	0.0206 (0.884)	0.0248 (0.977)
Exp. Líquidas de Petróleo	0.352 (0.203)	0.177 (0.0974)	0.902 (0.548)	0.796 (0.476)
Crises Bancárias	-0.177* (-1.721)	-0.196* (-1.866)	-0.234** (-2.373)	-0.179 (-1.646)
Conflitos Externos		-0.0647 (-1.197)		
Militares na Política			0.143 (1.578)	
Tensões Étnicas				-0.0253 (-0.459)
Constante	0.313 (0.330)	0.757 (0.698)	0.489 (0.527)	0.578 (0.631)
Observações	426	426	426	426
R ² Ajustado	0.899	0.900	0.902	0.898

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela 2e – Controlando os efeitos fixos (Moody's foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	-0.0269 (-1.157)	-0.0214 (-0.885)	-0.0189 (-0.866)	-0.0260 (-1.123)
Condições Socioeconómicas	0.0643** (2.062)	0.0620** (2.134)	0.0641** (2.116)	0.0621* (1.898)
Perfil de Investimento	0.0875** (2.677)	0.0923*** (2.898)	0.0890*** (2.735)	0.0878*** (2.721)
Conflitos Internos	0.0298 (0.870)		0.0319 (0.912)	0.0114 (0.347)
Corrupção	0.0200 (0.338)	0.0113 (0.191)		0.00930 (0.162)
Tensões Religiosas	-0.0158 (-0.429)	-0.0145 (-0.404)	-0.000740 (-0.0196)	
Lei/Ordem	0.114** (2.210)	0.128** (2.527)	0.133** (2.589)	0.0816 (1.570)
Responsabilidade Democrática	0.0767 (1.163)	0.0771 (1.209)	0.105 (1.630)	0.0830 (1.224)
Qualidade Burocrática	0.222** (2.548)	0.193** (2.047)	0.186** (2.548)	0.142* (1.914)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0161 (1.120)	0.0173 (1.290)	0.0164 (1.161)	0.0189 (1.302)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.00780 (-1.515)	-0.00768 (-1.502)	-0.00848 (-1.662)	-0.00773 (-1.555)
Défice/P.I.B.	-0.0265 (-1.268)	-0.0269 (-1.266)	-0.0237 (-1.123)	-0.0259 (-1.276)
Receitas/P.I.B.	-0.0167 (-0.678)	-0.0188 (-0.757)	-0.0155 (-0.635)	-0.0153 (-0.649)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0153 (0.844)	0.0159 (0.866)	0.0120 (0.677)	0.0127 (0.716)
P.I.B. per capita	4.84e-06 (1.438)	3.10e-06 (0.807)	3.99e-06 (1.256)	5.85e-06 (1.618)
Inflação	-0.0127 (-1.454)	-0.0118 (-1.374)	-0.0119 (-1.365)	-0.0134 (-1.634)
Investimento/P.I.B.	0.0148 (0.734)	0.0180 (0.862)	0.0175 (0.892)	0.0151 (0.750)
Taxa de Desemprego	-0.0195 (-1.035)	-0.0203 (-1.107)	-0.0138 (-0.799)	-0.0206 (-1.092)
Exp. Líquidas de Petróleo	1.057 (0.536)	1.171 (0.601)	0.549 (0.277)	0.192 (0.0914)
Crises Bancárias	-0.165** (-2.159)	-0.163** (-2.184)	-0.140* (-2.007)	-0.164** (-2.139)
Conflitos Externos		-0.0454 (-0.927)		
Militares na Política			-0.123** (-2.368)	
Tensões Étnicas				0.122* (1.941)
Constante	6.146*** (4.436)	6.922*** (5.354)	6.436*** (4.459)	6.034*** (4.381)
Observações	426	426	426	426
Número de id	43	43	43	43
R ² Ajustado	0.355	0.358	0.363	0.367

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela 3e – Logit Ordenado (Moody's foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.314 [1.368579] (2.40) **	0.300 [1.349933] (2.36) **	0.352 [1.422191] (2.94) ***	0.290 [1.336427] (2.31) **
Cond. Socioeconómicas	0.315 [1.370617] (1.47)	0.309 [1.361546] (1.47)	0.314 [1.368729] (1.42)	0.359 [1.431623] (1.80) *
Perfil de Investimento	0.890 [2.43611] (4.38) ***	0.886 [2.42486] (4.35) ***	0.805 [2.237762] (4.13) ***	0.838 [2.312194] (4.40) ***
Conflitos Internos	-0.160 [.8518707] (-0.77)		-0.427 [.6527716] (-2.13) **	-0.122 [.885456] (-0.58)
Corrupção	0.0646 [1.06677] (0.22)	0.0772 [1.080204] (0.27)		0.132 [1.140706] (0.44)
Tensões Religiosas	0.382 [1.465742] (1.58)	0.348 [1.415977] (1.36)	0.281 [1.324266] (1.28)	
Lei/Ordem	0.890 [2.436147] (2.14) **	0.818 [2.26507] (2.04) **	0.866 [2.377952] (2.33) **	0.890 [2.435286] (2.18) **
Resp. Democrática	-0.551 [.5765631] (-2.10) **	-0.566 [.567684] (-2.23) **	-0.726 [.4836961] (-2.45) **	-0.540 [.5830057] (-2.14) **
Qualid. Burocrática	1.164 [3.201499] (2.46) **	1.147 [3.150016] (2.55) **	1.244 [3.46822] (2.51) **	1.057 [2.877125] (2.07) **
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.123 [1.131183] (1.81) *	0.118 [1.12504] (1.79) *	0.120 [1.127594] (1.67) *	0.0951 [1.099733] (1.46)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0271 [.9732294] (-2.81) ***	-0.0268 [.9735377] (-2.67) ***	-0.0328 [.9676944] (-2.95) ***	-0.0265 [.9738085] (-2.60) ***
Défice/P.I.B.	-0.110 [.8959118] (-0.81)	-0.0920 [.912123] (-0.68)	-0.134 [.8742665] (-1.05)	-0.108 [.8976217] (-0.81)
Receitas/P.I.B.	0.113 [1.119764] (2.27) **	0.114 [1.120579] (2.31) **	0.0877 [1.091647] (1.97) **	0.108 [1.114226] (2.20) **
Saldo Estrutural/P.I.B.	-0.0871 [.9166202] (-0.62)	-0.101 [.9042522] (-0.69)	-0.100 [.9045215] (-0.74)	-0.0568 [.9448071] (-0.42)
P.I.B. per capita	0.000193 [1.000193] (4.47) ***	0.000187 [1.000188] (3.57) ***	0.000229 [1.000229] (4.58) ***	0.000194 [1.000194] (4.29) ***
Inflação	-0.171 [.8428521] (-1.75) *	-0.179 [.8363075] (-1.69) *	-0.153 [.8580276] (-2.36) **	-0.189 [.8281539] (-1.79) *
Investimento/P.I.B.	0.198 [1.219323] (2.69) ***	0.193 [1.213117] (2.60) ***	0.248 [1.281615] (2.90) ***	0.180 [1.197139] (2.34) **
Taxa de Desemprego	0.0675 [1.069828] (0.70)	0.0698 [1.072296] (0.74)	0.0672 [1.069523] (0.75)	0.0770 [1.080012] (0.79)
Exp. Líquidas de Petróleo	-6.177 [.0020777] (-0.65)	-5.931 [.002656] (-0.62)	-5.432 [.0043751] (-0.66)	-3.973 [.0188228] (-0.46)
Crises Bancárias	-1.077 [.3405669] (-2.46) **	-1.063 [.3452835] (-2.25) **	-1.617 [.1985348] (-4.31) ***	-1.067 [.3438787] (-2.29) **

Conflitos Externos		-0.100 [.9044353] (-0.32)		
Militares na Política			0.978 [2.658501] (2.70) ***	
Tensões Étnicas				-0.0311 [.9693321] (-0.13)
Observações	426	426	426	426

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV..

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

Também para o logit ordenado (Tabela 3e) podemos evidenciar que a nível de significância global as regressões são estatisticamente significativas. Para o logit ordenado o número de variáveis significativas aumentou ligeiramente em comparação com a regressão linear simples. Nas variáveis económicas uma variável muito importante realçada pela literatura que não foi significativa na regressão linear simples, aqui no logit ordenado a variável Inflação mostrou-se significativa e com sinal negativo, um sinal que era esperado. Também a variável Dívida Bruta/P.I.B. obteve significância e um sinal esperado, negativo. Já as variáveis Saldo da Conta Corrente/P.I.B., Receitas/P.I.B., P.I.B. per capita e Investimento obtiveram significância para o modelo e obtiveram sinais positivos, sinais esperados para estas variáveis. Para a variável financeira, Crises Bancárias também foi obtida significância e com o sinal esperado, sinal esperado. Assim uma Crise Bancária num país aumenta a probabilidade de o seu rating baixar de patamar na escala em cerca de 66% (multiplica a probabilidade base por 0.3405669) na regressão (1). Já as variáveis políticas, Estabilidade do Governo, Perfil de Investimento, Lei/Ordem e Qualidade Burocrática, obtiveram significância e sinais positivos, sinais que eram esperados para estas variáveis. As variáveis Conflitos Internos na regressão (3) Responsabilidade Democrática, obtiveram significância estatística mas um sinal negativo, contrário ao esperado.

4.6. Moody's local

As quatro regressões do modelo OLS (Tabela 1f) são globalmente estatisticamente significativas, no entanto a regressão (3) obtém um R^2 ajustado melhor, 0.901, isto

indica que o modelo explica cerca de 90,1% das variações da variável dependente em torno da sua média. Já na análise das variáveis económicas, vemos que algumas variáveis obtiveram valores esperados, como são o caso das variáveis P.I.B. per capita e inflação que obtêm sinais positivo e negativo, respetivamente. Também as variáveis Défice /P.I.B. e a Dívida Bruta/P.I.B são estatisticamente significativas a 1% em todas as regressões e obtêm um sinal negativo, um sinal que já era esperado. Já as variáveis Receitas/P.I.B. e Saldo Estrutural/P.I.B também obtiveram significância para o modelo e com os devidos sinais esperados, sinais positivos. Pelo contrário a variável Taxa de Desemprego é estatisticamente significativa para o modelo, no entanto obtêm um sinal positivo, sinal este que não era esperado.

Para as variáveis políticas que são apontadas pela literatura como importantes na definição de um rating obtivemos alguns valores de referência. As variáveis Estabilidade do Governo, Perfil de Investimento, Lei/Ordem, Militares na Política e Qualidade Burocrática mostraram-se significativas e com um sinal positivo, que era o esperado, assim um aumento numa destas variáveis faz com que um rating de um dado país aumente. Já a variável Responsabilidade Democrática obteve significância estatística, mas no entanto com sinal contrário ao esperado.

As quatro regressões em que se controla para efeitos fixos (Tabela 2f) também são globalmente estatisticamente significativas, no entanto os R^2 ajustados são bem inferiores aos da regressão linear simples, obtendo o melhor R^2 ajustado a regressão (4), 0,473.

Também se verifica um abaixamento no número das variáveis significativas, acontecendo mesmo o caso da variável P.I.B. per capita deixar de ser significativa, uma das principais variáveis da literatura. Nas variáveis económicas a Inflação, Dívida Bruta/P.I.B. e Défice /P.I.B. continuam significativas e com sinal negativo para o modelo. A variável Investimento aparece sendo significativa para o modelo, tendo um sinal positivo, sinal que era esperado.

As variáveis políticas perdem algumas variáveis significativas para o modelo. A variável Conflitos Internos mostra-se significativa e positiva e as variáveis Perfil de Investimento e Lei/Ordem continuam a ser significativas para o modelo, mantendo os sinais que eram esperados. A variável Qualidade Burocrática também continua com o sinal esperado, no entanto só se mostrou significativa para as regressões (1) e (3).

Tabela 1f – Regressão linear simples (Moody's local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0726** (2.067)	0.0737** (2.185)	0.0691** (2.134)	0.0717* (1.953)
Condições Socioeconómicas	0.0917 (1.538)	0.0924 (1.528)	0.0825 (1.363)	0.101 (1.756)
Perfil de Investimento	0.155*** (3.311)	0.156*** (3.331)	0.122** (2.584)	0.155*** (3.267)
Conflitos Internos	0.0169 (0.268)		-0.0288 (-0.460)	0.0249 (0.390)
Corrupção	0.0327 (0.558)	0.0342 (0.595)		0.0434 (0.704)
Tensões Religiosas	0.0613 (0.821)	0.0632 (0.808)	0.0308 (0.495)	
Lei/Ordem	0.183* (1.835)	0.189** (2.031)	0.149 (1.681)	0.186* (1.871)
Responsabilidade Democrática	-0.223*** (-3.526)	-0.221*** (-3.517)	-0.229*** (-3.935)	-0.217*** (-3.529)
Qualidade Burocrática	0.504*** (3.430)	0.511*** (3.505)	0.513*** (3.738)	0.494*** (3.390)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.000356 (0.0266)	0.00139 (0.107)	-0.000453 (-0.0337)	-0.00337 (-0.250)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.00712*** (-3.228)	-0.00709*** (-3.208)	-0.00774*** (-3.986)	-0.00697*** (-3.212)
Défice/P.I.B.	-0.0466*** (-2.942)	-0.0466*** (-2.943)	-0.0552*** (-3.638)	-0.0464*** (-2.926)
Receitas/P.I.B.	0.0246** (2.660)	0.0253** (2.687)	0.0199** (2.335)	0.0241** (2.584)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0308* (1.978)	0.0299* (1.867)	0.0390*** (2.776)	0.0348** (2.247)
P.I.B. per capita	1.99e-05*** (3.778)	1.96e-05*** (3.714)	2.23e-05*** (4.104)	1.94e-05*** (3.837)
Inflação	-0.0512*** (-3.242)	-0.0512*** (-3.270)	-0.0488*** (-4.169)	-0.0517*** (-3.115)
Investimento/P.I.B.	0.0287 (1.365)	0.0299 (1.473)	0.0305 (1.438)	0.0248 (1.133)
Taxa de Desemprego	0.0419* (1.806)	0.0417* (1.782)	0.0394* (1.851)	0.0434* (1.826)
Exp. Líquidas de Petróleo	0.0939 (0.0556)	-0.00537 (-0.00311)	1.113 (0.756)	0.417 (0.251)
Crises Bancárias	-0.108 (-0.803)	-0.112 (-0.817)	-0.194 (-1.447)	-0.114 (-0.864)
Conflitos Externos		-0.00620 (-0.101)		
Militares na Política			0.231** (2.487)	
Tensões Étnicas				0.00752 (0.129)
Constante	2.074* (1.782)	2.167* (1.779)	2.371** (2.151)	2.277* (1.856)
Observações	403	403	403	403
R ² Ajustado	0.893	0.893	0.901	0.892

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela 2f – Controlando os efeitos fixos (Moody's local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	-0.00583 (-0.188)	0.00179 (0.0528)	-0.00716 (-0.244)	-0.00598 (-0.199)
Condições Socioeconómicas	0.0382 (0.813)	0.0364 (0.783)	0.0387 (0.833)	0.0391 (0.887)
Perfil de Investimento	0.0603* (1.779)	0.0672* (1.875)	0.0600* (1.774)	0.0574* (1.742)
Conflitos Internos	0.0880** (2.686)		0.0904** (2.644)	0.0725** (2.080)
Corrupção	-0.0159 (-0.418)	-0.0311 (-0.756)		-0.0266 (-0.697)
Tensões Religiosas	-0.0382 (-0.872)	-0.0347 (-0.787)	-0.0393 (-0.883)	
Lei/Ordem	0.0899* (1.808)	0.107** (2.165)	0.0920* (1.770)	0.0592 (1.191)
Responsabilidade Democrática	-0.0352 (-0.675)	-0.0280 (-0.518)	-0.0330 (-0.663)	-0.0345 (-0.655)
Qualidade Burocrática	0.174* (1.797)	0.114 (1.238)	0.181* (1.759)	0.0445 (0.368)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0240 (1.059)	0.0268 (1.257)	0.0238 (1.042)	0.0288 (1.309)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.00836* (-1.741)	-0.00909* (-1.848)	-0.00844* (-1.734)	-0.00845* (-1.907)
Défice/P.I.B.	-0.0445** (-2.030)	-0.0475** (-2.195)	-0.0440* (-1.991)	-0.0450** (-2.121)
Receitas/P.I.B.	0.0157 (0.634)	0.0143 (0.578)	0.0155 (0.624)	0.0178 (0.750)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0224 (1.369)	0.0219 (1.367)	0.0214 (1.308)	0.0205 (1.287)
P.I.B. per capita	-1.27e-07 (-0.0357)	-2.81e-06 (-0.756)	-2.59e-07 (-0.0750)	1.02e-06 (0.293)
Inflação	-0.0347*** (-7.090)	-0.0338*** (-6.929)	-0.0347*** (-7.133)	-0.0354*** (-7.711)
Investimento/P.I.B.	0.0525** (2.118)	0.0600** (2.273)	0.0526** (2.114)	0.0540** (2.181)
Taxa de Desemprego	0.00340 (0.148)	-0.00155 (-0.0672)	0.00404 (0.181)	0.00328 (0.144)
Exp. Líquidas de Petróleo	0.376 (0.118)	0.844 (0.260)	0.415 (0.128)	-0.732 (-0.232)
Crises Bancárias	0.0237 (0.231)	0.0423 (0.409)	0.0240 (0.252)	0.0288 (0.275)
Conflitos Externos		-0.00824 (-0.188)		
Militares na Política			-0.0190 (-0.267)	
Tensões Étnicas				0.102 (1.615)
Constante	5.135*** (3.084)	6.116*** (4.521)	5.133*** (2.939)	5.119*** (3.071)
Observações	403	403	403	403
Número de id	41	41	41	41
R ² Ajustado	0.467	0.452	0.467	0.473

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela 3f – Logit Ordenado (Moody's local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.229 [1.257227] (1.15)	0.238 [1.269115] (1.31)	0.289 [1.334456] (1.46)	0.223 [1.250152] (1.11)
Cond. Socioeconômicas	0.317 [1.373295] (1.13)	0.324 [1.382977] (1.18)	0.370 [1.44818] (1.33)	0.417 [1.516812] (1.62)
Perfil de Investimento	0.664 [1.942771] (2.89) ***	0.659 [1.933025] (2.97) ***	0.605 [1.832164] (3.06) ***	0.631 [1.880153] (2.77) ***
Conflitos Internos	0.0803 [1.083618] (0.32)		-0.214 [.8070724] (-0.90)	0.132 [1.141365] (0.55)
Corrupção	0.184 [1.202429] (0.69)	0.172 [1.187333] (0.68)		0.244 [1.27641] (0.94)
Tensões Religiosas	0.297 [1.345842] (1.13)	0.324 [1.383283] (1.25)	0.185 [1.203076] (0.87)	
Lei/Ordem	0.598 [1.817722] (1.36)	0.620 [1.859196] (1.63)	0.478 [1.613394] (1.41)	0.548 [1.729781] (1.36)
Resp. Democrática	-1.625 [.1969615] (-4.01) ***	-1.616 [.1986681] (-4.15) ***	-1.910 [.1480519] (-3.75) ***	-1.560 [.2102309] (-4.02) ***
Qualid. Burocrática	2.047 [7.740846] (4.19) ***	2.018 [7.525575] (4.50) ***	2.512 [12.33183] (3.65) ***	1.848 [6.347358] (3.64) ***
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	-7.36e-05 [.9999264] (-0.00)	0.00240 [1.002402] (0.03)	-0.0314 [.9691298] (-0.35)	-0.0178 [.9823714] (-0.22)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0579 [.9437006] (-6.42) ***	-0.0592 [.9424937] (-5.66) ***	-0.0692 [.9331036] (-6.08) ***	-0.0579 [.943785] (-6.54) ***
Défice/P.I.B.	-0.173 [.8411839] (-1.67) *	-0.179 [.8364794] (-1.63)	-0.213 [.8084644] (-1.81) *	-0.187 [.8294823] (-1.83) *
Receitas/P.I.B.	0.154 [1.167034] (3.06) ***	0.148 [1.159399] (3.14) ***	0.113 [1.119918] (2.40) **	0.157 [1.170026] (3.28) ***
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0711 [1.073674] (0.60)	0.0745 [1.07738] (0.60)	0.0983 [1.103278] (0.71)	0.129 [1.138164] (1.26)
P.I.B. per capita	0.000198 [1.000198] (4.10) ***	0.000210 [1.00021] (3.14) ***	0.000251 [1.000251] (3.81) ***	0.000200 [1.0002] (4.14) ***
Inflação	-0.429 [.6510318] (-5.90) ***	-0.417 [.659246] (-5.23) ***	-0.417 [.6592644] (-5.96) ***	-0.434 [.6475981] (-4.97) ***
Investimento/P.I.B.	0.214 [1.238924] (2.37) **	0.214 [1.238659] (2.44) **	0.265 [1.303325] (2.45) **	0.170 [1.185534] (1.72) *
Taxa de Desemprego	0.214 [1.238134] (2.07) **	0.213 [1.237933] (2.11) **	0.240 [1.271825] (2.38) **	0.222 [1.248343] (2.16) **
Exp. Líquidas de Petróleo	-3.241 [.0391414] (-0.52)	-3.067 [.0465383] (-0.47)	1.608 [4.994375] (0.27)	-1.942 [1.1433458] (-0.30)
Crises Bancárias	-1.329	-1.252	-1.940	-1.395

Conflitos Externos	[.2647061] (-2.02) **	[.2858494] (-1.80) * 0.177 [1.193517] (0.43)	[.1436444] (-3.37) ***	[.2477814] (-2.16) **
Militares na Política			1.423 [4.147636] (3.43) ***	
Tensões Étnicas				0.312 [1.366145] (1.63)
Observações	403	403	403	403

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV..

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

Ao nível de significância global as regressões do modelo logit ordenado são estatisticamente significativas. Para as variáveis económicas vemos o surgimento da variável Investimento como sendo significativa e positiva para o modelo, o que não acontecia na regressão linear simples. Também as variáveis Receitas/P.I.B., P.I.B. per capita e Investimento evidenciam-se como significativas para o modelo com o sinal positivo que era esperado. Também as variáveis Dívida Bruta/P.I.B., Défice/P.I.B. e Inflação são significativas e obtêm os sinais esperados, sinais negativos. Contudo, a variável Taxa de desemprego que se mostrou significativa para o modelo obteve um sinal positivo, que não era o esperado. Para a variável financeira Crises Bancárias, que não era significativa no modelo de regressão linear, aqui no logit ordenado a variável mostrou-se significativa e com sinal negativo, um sinal que era esperado.

As variáveis políticas Perfil de Investimento, Militares na política e Qualidade Burocrática evidenciam-se como significativas para o modelo com o sinal positivo esperado. Já a variável Responsabilidade Democrática mostrou-se significativa, no entanto com sinal negativo, contrário ao esperado.

5. Considerações Finais

Durante a minha tese, analisei o Rating da Dívida Pública de 68 países, abrangendo todos os cinco continentes, pois é um tema muito atual, tanto a nível nacional como internacional. Nunca como agora se falou tanto de agências de rating e da dívida pública dos países, como é o caso de Portugal, Grécia e Irlanda.

Assim, vamos tentar perceber quais são as principais agências de rating existentes no mercado, qual a melhor metodologia a ser empregue, bem como quais as principais variáveis que fazem oscilar os ratings das dívidas públicas.

Inicialmente a minha procura foi tentar perceber segundo a literatura quais as principais agências de rating existentes no mercado mundial, bem como as que integravam um maior número de estudos já existentes sobre a matéria. Assim surgiram com naturalidade a Fitch I.B.C.A., a Standard & Poor's e a Moody's, junto das quais recolhemos uma base de dados referentes aos ratings dos países, tanto ratings locais como estrangeiros, com o espaço temporal de Janeiro de 2000 até Dezembro de 2010, pois é um espaço temporal muito recente que permite captar as principais crises da dívida soberana atuais de alguns países Europeus.

De seguida tentamos perceber quais seriam as variáveis independentes que poderiam integrar o nosso modelo de estudo. Segundo a literatura, o grupo de variáveis pertinentes neste estudo seria composto por variáveis económicas, como o P.I.B. per capita e a Inflação, que como poderemos verificar se mostraram quase sempre significativas para o estudo, e por variáveis políticas e financeiras.

Consecutivamente o nosso estudo partiu à procura da melhor metodologia de trabalho para a nossa análise. Assim, foi empregue no nosso estudo uma regressão linear simples (O.L.S.), uma regressão linear simples controlando para os efeitos fixos e um logit ordenado (*ordered logit*), usando para todas as metodologias duas escalas de medida dos ratings, uma que separa individualmente cada notação de rating de 1 a 22 e outra que separa por classes as notações de rating de 1 a 10.

Como podemos verificar, e em consonância com a literatura, o modelo com regressão linear simples (O.L.S.) sem controlar os efeitos fixos, mostrou-se ser mais assertivo e concludente de que o modelo de regressão linear simples controlando para

os efeitos fixos, pois obteve R^2 ajustados superiores e um maior número de variáveis independentes significativas. Já o modelo com *Ordered Logit* comparativamente aos outros modelos mostra-se melhor de uma maneira geral. No entanto, a regressão linear simples (O.L.S.) e o *Ordered Logit* mostram um desempenho algo semelhante, porém algumas variáveis independentes que eram importantes para a literatura não se mostraram significativas na regressão linear simples (O.L.S.).

Já a nível das variáveis independentes do modelo, podemos verificar que os resultados obtidos estão em linha com os reportados por outros trabalhos realizados. O grupo das variáveis económicas, de uma maneira geral, mostra-se importante para a determinação do rating de um país, sobretudo variáveis como o P.I.B. per capita, Inflação, Dívida Bruta/P.I.B. e o Investimento têm um grande poder na determinação de um rating. Já a variável financeira Crises Bancárias também mostra ter um poder significativo para a determinação de um rating, porém, esta variável mostra-se mais significativa para ratings locais. Por fim, mas não menos importante, temos o grupo das variáveis políticas, que também evidencia ter um grande poder explicativo sobre a atribuição de um rating. Variáveis como Estabilidade do Governo, Condições Sócio-Económicas, Perfil de Investimento, Lei/Ordem e Qualidade Burocrática mostraram ter um grande poder de influenciar a notação de rating de um país.

Assim, países que atualmente estejam a atravessar sérias dificuldades a nível económico, que estejam sobre resgate financeiro como é o caso de Portugal, Grécia e Irlanda, que tenham dificuldades em obter empréstimos internacionais, poderão ajudar a melhorar os seus ratings de dívida pública se tiverem governos estáveis. Isto é, tendo governos e oposições com ideias consonantes e agindo em uníssono, o que não acontece em Portugal nem na Grécia, ao contrário da Irlanda. Também estes países poderão melhorar a sua Qualidade Burocrática, para tentarem captar/obter um maior número de investimentos, assim, também seria possível melhorar o rating da Dívida pública destes países.

Podemos, por fim, realçar algumas limitações do meu trabalho. Primeiramente, poderia ter introduzido neste trabalho outro tipo de metodologia, como por exemplo o *ordered probit*, no entanto limitações de tempo não o permitiram. Poderia ter uma base de dados muito mais alargada no que diz respeito ao número de países e variáveis, no entanto, nem para todos os países existem os dados necessários.

Também os sinais obtidos de algumas variáveis não foram os esperados, seria importante numa futura análise estudar mais detalhadamente os seus efeitos nos ratings.

Num próximo trabalho, poderei fazer o mesmo tipo de estudo, no entanto com uma conjuntura económica um tanto ou quanto diferente, para tentar perceber, se o mesmo tipo de variáveis continua a ser determinante para as mesmas agências de rating, ou se mudam consoante a conjuntura.

6. Bibliografia

Afonso, A. (2003). "Understanding the determinants of sovereign debt ratings: evidence for the two leading agencies ". *Journal of Economics and Finance*, 27 (1), 56-74.

Afonso, A., Furceri, D., Gomes, P. (2011). "Sovereign Credit Ratings And Financial Markets Linkages". European Central Bank Working Paper Series No 1347 / June 2011.

Afonso, A., Gomes, P., Rother, P. (2007). "What hides behind sovereign debt ratings?", European Central Bank, Working Paper 711.

Afonso, A., Gomes, P., Rother, P. (2009). "Ordered Response Models for Sovereign Debt Ratings", *Applied Economics Letters*, 16 (8), 769-773.

Afonso, A., Gomes, P., Rother, P. (2011). "Short and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings", *International Journal of Finance and Economics*, 16(1), 1-15.

Atman, E. and Rijken, H. (2004). "How rating agencies achieve rating stability", *Journal of Banking and Finance* 28, 2679-2714.

Butler, A. and Fauver, L. (2006). Institutional Environment and Sovereign Credit Ratings. *Financial Management*, 35(3), 53-79.

Bissoondoyal – Bheenick, E. (2005). "An analysis of the determinants of sovereign ratings". *Global Finance Journal*, 15 (3), 251-280.

Bissoondoyal-Bheenick, E., Brooks, R. and Yip, A. (2006). "Determinants of sovereign Ratings : A comparison of case-based reasoning and ordered probit approaches." *Global Finance Journal*, 17 (1), 136-154.

Brooks, R., Faff, R. W., Hiller, D., & Hiller, J. (2004). "The national market impact of sovereign rating changes." *Journal of Banking and Finance*, 28, 233–250.

Cantor, R., & Packer, F. (1996a). "Determinants and impact of sovereign credit rating". Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, (October), 1– 15.

Depken, C., LaFountain, C. and Butters, R. (2007). "Corruption and Creditworthiness: Evidence from Sovereign Credit Ratings". Working Papers 0601, University of Texas at Arlington, Department of Economics.

Ferri, G., L. Liu, and J. E. Stiglitz. 1999. "The procyclical role of rating agencies: evidence from the east Asian crisis". *Economic Notes* 28, no. 3: 335–55.

Kaufmann, D., Kraay, A., M. Mastruzzi (2003). "Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002, "World Bank Working Paper" 3106.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shieifer, A., R.W. Vishny (1999). "The Quality of Government", *Journal of Law Economics e Organization* 15, 222-279.

Martell, R. (2005). "The Effect of Sovereign Rating Changes on Emerging Stock Markets", Purdue University Working Paper.

Mora, N. (2006). "Sovereign credit ratings: Guilty beyond reasonable doubt?" *Journal of Banking and Finance*, 30, 2041-2062.

Reinhart, Camen M. and Kenneth S. Rogoff (2011). "From Financial Crash to Debt Crisis", *American Economic Review*, 101(5), 1676-1706..

Reisen, H. and Malltzan, J. (1999). "Boom and Bust Sovereign Ratings". *Internacional Finance*, 2(2), 273-293.

7. Anexos

Fictch Foreign

Tabela A1 – Regressão linear simples (Fitch Foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.179** (2.222)	0.163** (2.133)	0.177** (2.125)	0.175** (2.116)
Cond. Socioeconómicas	0.330** (2.372)	0.310** (2.320)	0.318** (2.310)	0.356** (2.685)
Perfil de Investimento	0.481*** (3.441)	0.484*** (3.438)	0.457*** (3.285)	0.476*** (3.453)
Conflitos Internos	-0.104 (-0.664)		-0.137 (-0.911)	-0.0871 (-0.568)
Corrupção	0.0430 (0.238)	0.0867 (0.457)		0.0781 (0.429)
Tensões Religiosas	0.159 (1.010)	0.102 (0.599)	0.145 (0.966)	
Lei/Ordem	0.688*** (2.978)	0.637*** (2.880)	0.675*** (2.826)	0.698*** (2.869)
Resp. Democrática	-0.188 (-1.154)	-0.184 (-1.149)	-0.208 (-1.217)	-0.190 (-1.117)
Qualid. Burocrática	1.024*** (2.835)	1.040*** (2.807)	1.048*** (3.157)	0.999*** (2.837)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0777 (1.632)	0.0819* (1.816)	0.0776 (1.608)	0.0696 (1.487)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.00278 (-0.679)	-0.00244 (-0.592)	-0.00358 (-0.878)	-0.00268 (-0.650)
Défice/P.I.B.	-0.131*** (-3.021)	-0.124*** (-2.907)	-0.137*** (-2.923)	-0.132*** (-3.018)
Receitas/P.I.B.	0.0626** (2.594)	0.0706*** (2.902)	0.0605** (2.684)	0.0624** (2.581)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0445 (0.800)	0.0406 (0.728)	0.0492 (0.874)	0.0519 (0.917)
P.I.B. per capita	5.15e-05*** (2.723)	4.71e-05** (2.538)	5.36e-05*** (2.859)	5.03e-05*** (2.642)
Inflação	-0.0897*** (-3.200)	-0.0911*** (-3.051)	-0.0888*** (-3.462)	-0.0916*** (-3.129)
Investimento/P.I.B.	0.147*** (3.245)	0.150*** (3.566)	0.151*** (3.095)	0.142*** (3.115)
Taxa de Desemprego	0.0844 (1.603)	0.0859 (1.605)	0.0828 (1.593)	0.0894 (1.646)
Exp. Líquidas de Petróleo	-0.119 (-0.0261)	-0.732 (-0.150)	0.466 (0.0952)	0.569 (0.129)
Crises Bancárias	-0.182 (-0.602)	-0.246 (-0.770)	-0.247 (-0.902)	-0.195 (-0.668)
Conflitos Externos		-0.218 (-1.297)		
Militares na Política			0.159 (0.587)	
Tensões Étnicas				0.0227 (0.141)
Constante	-3.539 (-1.388)	-2.052 (-0.668)	-3.337 (-1.320)	-3.063 (-1.277)
Observações	422	422	422	422
R ² Ajustado	0.898	0.900	0.898	0.897

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela A2 – Controlando para efeitos fixos (Fitch Foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0324 (0.598)	0.0432 (0.810)	0.0375 (0.753)	0.0343 (0.653)
Cond. Socioeconómicas	0.129 (1.259)	0.121 (1.241)	0.133 (1.287)	0.128 (1.255)
Perfil de Investimento	0.135** (2.470)	0.146** (2.641)	0.135** (2.426)	0.136** (2.525)
Conflitos Internos	0.0259 (0.357)		0.0401 (0.512)	-0.00318 (-0.0409)
Corrupção	-0.0486 (-0.445)	-0.0613 (-0.526)		-0.0631 (-0.564)
Tensões Religiosas	-0.00622 (-0.0497)	-0.00236 (-0.0201)	0.00920 (0.0733)	
Lei/Ordem	0.313* (1.914)	0.342** (2.056)	0.349** (2.172)	0.266 (1.561)
Resp. Democrática	0.155 (1.312)	0.150 (1.245)	0.204 (1.648)	0.166 (1.425)
Qualid. Burocrática	0.153 (0.982)	0.102 (0.653)	0.125 (0.972)	0.0388 (0.292)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0564* (1.894)	0.0589** (2.064)	0.0561* (1.828)	0.0605** (2.095)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0441*** (-4.247)	-0.0433*** (-4.515)	-0.0455*** (-4.542)	-0.0439*** (-4.511)
Défice/P.I.B.	-0.114** (-2.543)	-0.113** (-2.501)	-0.108** (-2.398)	-0.113** (-2.585)
Receitas/P.I.B.	0.0974 (1.659)	0.0926 (1.573)	0.0985* (1.725)	0.0992* (1.762)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0727** (2.334)	0.0745** (2.344)	0.0635** (2.034)	0.0688** (2.242)
P.I.B. per capita	1.99e-05** (2.160)	1.64e-05* (1.793)	1.81e-05** (2.022)	2.12e-05** (2.368)
Inflação	-0.0424*** (-3.475)	-0.0401*** (-3.254)	-0.0410*** (-3.420)	-0.0434*** (-3.736)
Investimento/P.I.B.	0.0364 (0.936)	0.0416 (1.009)	0.0403 (1.040)	0.0373 (0.991)
Taxa de Desemprego	-0.0211 (-0.469)	-0.0216 (-0.500)	-0.0104 (-0.237)	-0.0225 (-0.508)
Exp. Líquidas de Petróleo	-9.779** (-2.123)	-9.779** (-2.198)	-10.36** (-2.316)	-11.02** (-2.342)
Crises Bancárias	-0.273 (-1.279)	-0.273 (-1.357)	-0.238 (-1.245)	-0.271 (-1.281)
Conflitos Externos		-0.135 (-1.658)		
Militares na Política			-0.262* (-1.836)	
Tensões Étnicas				0.192 (1.233)
Constante	10.25*** (3.361)	11.93*** (4.455)	10.66*** (3.442)	10.09*** (3.391)
Observações	422	422	422	422
Número de id	43	43	43	43
R ² Ajustado	0.563	0.570	0.569	0.568

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

Tabela A3 - Logit Ordenado (Fitch Foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.270 [1.309875] (2.23) ***	0.250 [1.284015] (2.18) **	0.275 [1.316204] (2.28) **	0.258 [1.293735] (2.17) **
Cond. Socioeconómicas	0.394 [1.482213] (1.99) **	0.386 [1.471209] (1.94) *	0.388 [1.47469] (1.92) *	0.426 [1.531719] (2.28) **
Perfil de Investimento	0.602 [1.825001] (3.04) ***	0.608 [1.837497] (3.04) ***	0.596 [1.814107] (2.96) ***	0.596 [1.815243] (3.31) ***
Conflitos Internos	-0.133 [.875293] (-0.70)		-0.137 [.8716796] (-0.70)	-0.107 [.8986034] (-0.53)
Corrupção	0.0839 [1.087478] (0.31)	0.131 [1.139423] (0.48)		0.118 [1.125283] (0.48)
Tensões Religiosas	0.139 [1.148946] (0.55)	0.0636 [1.065614] (0.25)	0.152 [1.163884] (0.63)	
Lei/Ordem	0.614 [1.848365] (1.92) *	0.564 [1.757279] (1.81) *	0.625 [1.867517] (1.83) *	0.576 [1.778629] (1.80) *
Resp. Democrática	-0.319 [.7266801] (-1.15)	-0.327 [.7208324] (-1.19)	-0.324 [.7229089] (-1.10)	-0.351 [.7041133] (-1.15)
Qualid. Burocrática	0.661 [1.935777] (1.43)	0.712 [2.038125] (1.60)	0.723 [2.060852] (1.75) *	0.578 [1.782516] (1.32)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.125 [1.132691] (1.70) *	0.126 [1.133745] (1.73) *	0.123 [1.130949] (1.68) *	0.118 [1.125074] (1.76) *
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0222 [.9780126] (-2.36) **	-0.0211 [.9791234] (-2.27) **	-0.0229 [.977325] (-2.41) **	-0.0238 [.9764958] (-2.36) **
Défice/P.I.B.	0.0397 [1.040534] (0.52)	0.0532 [1.054646] (0.70)	0.0426 [1.043499] (0.54)	0.0427 [1.043594] (0.56)
Receitas/P.I.B.	0.0809 [1.08431] (2.45) **	0.0966 [1.101366] (2.64) ***	0.0818 [1.085262] (2.22) **	0.0845 [1.088149] (2.60) ***
Saldo Estrutural/P.I.B.	-0.156 [.8552871] (-1.89) *	-0.167 [.846522] (-1.95) *	-0.156 [.8556706] (-1.87) *	-0.150 [.8608632] (-1.82) *
P.I.B. per capita	0.000158 [1.000158] (2.19) **	0.000142 [1.000142] (1.96) *	0.000159 [1.000159] (2.16) **	0.000162 [1.000162] (2.19) **
Inflação	-0.270 [.7636965] (-4.67) ***	-0.289 [.7491914] (-4.43) ***	-0.269 [.76442] (-4.69) ***	-0.274 [.7599609] (-4.76) ***
Investimento/P.I.B.	0.167 [1.182035] (2.79) ***	0.172 [1.187278] (3.01) ***	0.166 [1.18009] (2.61) ***	0.157 [1.169681] (2.55) **
Taxa de Desemprego	0.128 [1.136846] (2.28) **	0.129 [1.137762] (2.16) **	0.128 [1.136818] (2.25) **	0.129 [1.13822] (2.18) **
Exp. Líquidas de Petróleo	-3.335 [.0356054] (-0.53)	-3.880 [.0206516] (-0.57)	-3.317 [.0362693] (-0.48)	-3.018 [.0488913] (-0.48)
Crises Bancárias	-0.382	-0.464	-0.391	-0.415

	[.6826797] (-0.76)	[.6286605] (-0.92) -0.305 [.7373445] (-1.10)	[.676631] (-0.75)	[.6604302] (-0.86)
Conflitos Externos				
Militares na Política			0.0211 [1.021306] (0.06)	
Tensões Étnicas				0.198 [1.219383] (0.93)
Observações	422	422	422	422

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*;
***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

Fitch Local

Tabela B1 – Regressão linear simples (Fitch Local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.102 (1.163)	0.0945 (1.144)	0.0962 (1.081)	0.0935 (1.067)
Cond. Socioeconómicas	0.313** (2.137)	0.303** (2.157)	0.305** (2.078)	0.341** (2.441)
Perfil de Investimento	0.308** (2.561)	0.312** (2.571)	0.269** (2.328)	0.307** (2.639)
Conflitos Internos	-0.0238 (-0.152)		-0.0898 (-0.602)	-0.0177 (-0.114)
Corrupção	0.0163 (0.0947)	0.0464 (0.268)		0.0461 (0.277)
Tensões Religiosas	0.140 (0.602)	0.102 (0.418)	0.113 (0.541)	
Lei/Ordem	0.601** (2.140)	0.578** (2.272)	0.567* (2.005)	0.580** (2.109)
Resp. Democrática	-0.424** (-2.345)	-0.415** (-2.329)	-0.425** (-2.368)	-0.420** (-2.305)
Qualid. Burocrática	1.375*** (3.915)	1.398*** (3.848)	1.386*** (4.159)	1.300*** (4.020)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0371 (1.428)	0.0418* (1.914)	0.0394 (1.431)	0.0302 (1.039)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0176*** (-3.875)	-0.0173*** (-3.757)	-0.0179*** (-3.963)	-0.0181*** (-3.750)
Défice/P.I.B.	-0.116** (-2.624)	-0.112** (-2.478)	-0.125** (-2.647)	-0.118*** (-2.735)
Receitas/P.I.B.	0.0549** (2.288)	0.0625** (2.574)	0.0489** (2.108)	0.0569** (2.326)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0544 (1.018)	0.0514 (0.970)	0.0596 (1.113)	0.0631 (1.178)
P.I.B. per capita	3.87e-05** (2.577)	3.49e-05** (2.405)	4.12e-05*** (2.767)	3.86e-05** (2.603)
Inflação	-0.184*** (-5.639)	-0.189*** (-6.078)	-0.169*** (-5.341)	-0.185*** (-6.523)
Investimento/P.I.B.	0.149*** (3.194)	0.154*** (3.601)	0.153*** (3.125)	0.136** (2.668)
Taxa de Desemprego	0.103 (1.555)	0.103 (1.537)	0.101 (1.603)	0.102 (1.499)
Exp. Líquidas de Petróleo	-1.938 (-0.371)	-2.496 (-0.472)	-1.199 (-0.223)	-1.600 (-0.318)
Crises Bancárias	-0.102 (-0.379)	-0.156 (-0.553)	-0.204 (-0.797)	-0.132 (-0.531)
Conflitos Externos		-0.166 (-1.028)		
Militares na Política			0.278 (1.075)	
Tensões Étnicas				0.145 (0.905)
Constante	1.249 (0.569)	2.616 (0.945)	1.396 (0.628)	1.621 (0.778)
Observações	409	409	409	409
R ² Ajustado	0.897	0.898	0.898	0.897

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela B2 – Controlando para efeitos fixos (Fitch Local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0545 (1.091)	0.0650 (1.299)	0.0698 (1.583)	0.0547 (1.141)
Cond. Socioeconómicas	0.234** (2.024)	0.235** (2.087)	0.223* (1.982)	0.231* (2.001)
Perfil de Investimento	0.0282 (0.437)	0.0364 (0.555)	0.0352 (0.534)	0.0207 (0.326)
Conflitos Internos	0.0939 (1.243)		0.115 (1.458)	0.0679 (0.920)
Corrupção	-0.0228 (-0.213)	-0.0416 (-0.372)		-0.0482 (-0.438)
Tensões Religiosas	-0.132 (-1.056)	-0.129 (-1.038)	-0.108 (-0.893)	
Lei/Ordem	0.221 (1.386)	0.248 (1.567)	0.270* (1.818)	0.168 (1.041)
Resp. Democrática	0.111 (0.749)	0.122 (0.784)	0.206 (1.337)	0.121 (0.826)
Qualid. Burocrática	-0.000676 (-0.00421)	-0.0637 (-0.370)	-0.0368 (-0.264)	-0.203 (-1.219)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0329 (0.913)	0.0363 (1.018)	0.0273 (0.722)	0.0425 (1.199)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0490*** (-4.333)	-0.0494*** (-4.486)	-0.0518*** (-4.656)	-0.0493*** (-4.744)
Défice/P.I.B.	-0.137** (-2.592)	-0.140** (-2.693)	-0.123** (-2.326)	-0.139** (-2.667)
Receitas/P.I.B.	0.150** (2.524)	0.147** (2.533)	0.153*** (2.741)	0.153** (2.554)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0789** (2.160)	0.0789** (2.154)	0.0598 (1.615)	0.0761** (2.081)
P.I.B. per capita	1.35e-05 (1.272)	1.00e-05 (0.940)	1.02e-05 (0.965)	1.63e-05 (1.617)
Inflação	-0.0670** (-2.669)	-0.0641** (-2.489)	-0.0652** (-2.369)	-0.0650** (-2.597)
Investimento/P.I.B.	0.0146 (0.342)	0.0225 (0.519)	0.0146 (0.335)	0.0187 (0.435)
Taxa de Desemprego	0.0260 (0.558)	0.0231 (0.486)	0.0383 (0.885)	0.0277 (0.599)
Exp. Líquidas de Petróleo	-6.324 (-1.259)	-5.938 (-1.243)	-6.120 (-1.350)	-8.677 (-1.545)
Crises Bancárias	-0.261 (-1.191)	-0.247 (-1.154)	-0.194 (-1.050)	-0.249 (-1.175)
Conflitos Externos		-0.0470 (-0.514)		
Militares na Política			-0.469** (-2.692)	
Tensões Étnicas				0.162 (1.178)
Constante	10.80*** (3.523)	12.15*** (4.458)	12.03*** (4.083)	10.39*** (3.371)
Observações	409	409	409	409
Número de id	42	42	42	42
R ² Ajustado	0.484	0.481	0.504	0.484

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela B3 - Logit Ordenado (Fitch Local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.156 [1.168971] (1.01)	0.137 [1.147353] (0.97)	0.178 [1.1948] (1.15)	0.149 [1.160217] (0.94)
Cond. Socioeconómicas	0.565 [1.758744] (2.25) ***	0.544 [1.722147] (2.22) **	0.548 [1.729206] (2.19) **	0.645 [1.90506] (2.92) ***
Perfil de Investimento	0.295 [1.343797] (1.41)	0.290 [1.336893] (1.39)	0.217 [1.241933] (1.03)	0.328 [1.387809] (1.51)
Conflitos Internos	-0.145 [.8649088] (-0.62)		-0.267 [.7658263] (-1.31)	-0.112 [.8936107] (-0.45)
Corrupção	0.282 [1.325407] (0.85)	0.283 [1.327229] (0.86)		0.344 [1.410369] (1.25)
Tensões Religiosas	0.0993 [1.104386] (0.25)	0.0820 [1.085414] (0.19)	0.104 [1.109203] (0.34)	
Lei/Ordem	0.720 [2.055017] (1.67) *	0.660 [1.934341] (1.76) *	0.674 [1.961841] (1.54)	0.590 [1.804634] (1.47)
Resp. Democrática	-0.836 [.4336357] (-2.44) **	-0.875 [.4169422] (2.51) **	-0.912 [.4019148] (-2.34) **	-0.888 [.4113117] (-2.55) **
Qualid. Burocrática	1.584 [4.873895] (2.93) ***	1.560 [4.758589] (3.02) ***	1.860 [6.422793] (3.39) ***	1.449 [4.257906] (3.09) ***
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.101 [1.10618] (1.40)	0.0934 [1.097869] (1.29)	0.0867 [1.090621] (1.11)	0.121 [1.128656] (1.74) *
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0514 [.9498644] (-6.93) ***	-0.0515 [.9498495] (-6.01) ***	-0.0551 [.946432] (-6.69) ***	-0.0547 [.9467635] (-6.39) ***
Défice/P.I.B.	-0.197 [.8213008] (-2.36) **	-0.184 [.832276] (-1.82) *	-0.191 [.8259264] (-2.47) **	-0.182 [.833403] (-1.85) *
Receitas/P.I.B.	0.0928 [1.097249] (2.30) **	0.0884 [1.092405] (2.10) **	0.0737 [1.076466] (1.79) *	0.109 [1.11466] (3.05) ***
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.109 [1.115541] (1.13)	0.103 [1.108134] (0.89)	0.103 [1.109037] (1.06)	0.113 [1.119606] (1.13)
P.I.B. per capita	0.000197 [1.000197] (3.94) ***	0.000198 [1.000198] (3.18) ***	0.000215 [1.000215] (4.08) ***	0.000208 [1.000208] (4.26) ***
Inflação	-0.265 [.7669505] (-5.87) ***	-0.269 [.7638231] (-5.77) ***	-0.243 [.7844508] (-5.16) ***	-0.259 [.7720661] (-5.56) ***
Investimento/P.I.B.	0.260 [1.296613] (3.61) ***	0.259 [1.2954] (3.33) ***	0.272 [1.312277] (3.77) ***	0.237 [1.267653] (2.77) ***
Taxa de Desemprego	0.209 [1.23204] (2.35) ***	0.210 [1.233972] (2.42) **	0.207 [1.229608] (2.33) **	0.212 [1.236383] (2.31) **
Exp. Líquidas de Petróleo	-8.884 [.0001386] (-1.03)	-8.115 [.0002991] (-0.92)	-6.817 [.0010951] (-0.71)	-11.08 [.0000155] (-1.30)
Crises Bancárias	-1.421	-1.387	-1.677	-1.494

Conflitos Externos	[.2414015] (-2.46) **	[.2499349] (-2.21) ** 0.0133 [1.013344] (0.03)	[.1869215] (-3.43) ***	[.2243615] (-2.85) ***
Militares na Política			0.558 [1.747673] (1.66) *	
Tensões Étnicas				0.494 [1.639088] (2.09) **
Observações	409	409	409	409

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parênteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*;

***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

Standard & Poor's foreign

Tabela C1 – Regressão linear simples (Standard & Poor's foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.199*** (2.739)	0.186** (2.566)	0.193** (2.557)	0.202** (2.683)
Cond. Socioeconómicas	0.392** (2.610)	0.375** (2.603)	0.375** (2.486)	0.404*** (2.869)
Perfil de Investimento	0.440*** (2.935)	0.443*** (2.949)	0.398** (2.587)	0.435*** (2.913)
Conflitos Internos	-0.0765 (-0.446)		-0.134 (-0.807)	-0.0520 (-0.318)
Corrupção	0.0375 (0.199)	0.0774 (0.395)		0.0638 (0.337)
Tensões Religiosas	0.125 (0.700)	0.0745 (0.390)	0.0938 (0.556)	
Lei/Ordem	0.563** (2.256)	0.526** (2.201)	0.534** (2.117)	0.601** (2.211)
Resp. Democrática	-0.263 (-1.362)	-0.256 (-1.349)	-0.297 (-1.542)	-0.256 (-1.309)
Qualid. Burocrática	1.376*** (3.445)	1.399*** (3.454)	1.389*** (3.803)	1.426*** (3.775)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0636 (1.218)	0.0680 (1.362)	0.0639 (1.202)	0.0556 (1.147)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.00475 (-1.055)	-0.00438 (-0.970)	-0.00590 (-1.358)	-0.00373 (-0.825)
Défice/P.I.B.	-0.124** (-2.418)	-0.118** (-2.353)	-0.136** (-2.452)	-0.122** (-2.294)
Receitas/P.I.B.	0.0751*** (3.062)	0.0828*** (3.318)	0.0703*** (3.000)	0.0719*** (3.001)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0413 (0.654)	0.0375 (0.604)	0.0477 (0.739)	0.0451 (0.707)
P.I.B. per capita	4.37e-05** (2.296)	3.92e-05** (2.107)	4.70e-05** (2.465)	4.14e-05** (2.147)
Inflação	-0.111*** (-5.328)	-0.112*** (-5.239)	-0.109*** (-5.785)	-0.115*** (-5.099)
Investimento/P.I.B.	0.124*** (2.717)	0.128*** (2.936)	0.132*** (2.736)	0.126*** (2.769)
Taxa de Desemprego	0.0886 (1.488)	0.0899 (1.490)	0.0866 (1.505)	0.0963 (1.635)
Exp. Líquidas de Petróleo	0.772 (0.163)	0.170 (0.0345)	1.831 (0.374)	1.842 (0.388)
Crises Bancárias	-0.220 (-0.715)	-0.282 (-0.875)	-0.332 (-1.221)	-0.210 (-0.681)
Conflitos Externos		-0.203 (-1.192)		
Militares na Política			0.279 (1.034)	
Tensões Étnicas				-0.146 (-0.897)
Constante	-3.642 (-1.291)	-2.202 (-0.680)	-3.296 (-1.164)	-3.090 (-1.221)
Observações	426	426	426	426
R ² Ajustado	0.898	0.900	0.900	0.899

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela C2 – Controlando os efeitos fixos (Standard & Poor's foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0405 (0.632)	0.0541 (0.855)	0.0329 (0.559)	0.0409 (0.645)
Cond. Socioeconómicas	0.228** (2.195)	0.222** (2.235)	0.230** (2.240)	0.215** (2.122)
Perfil de Investimento	0.0450 (0.689)	0.0570 (0.851)	0.0432 (0.640)	0.0435 (0.650)
Conflitos Internos	0.0615 (0.894)		0.0657 (0.882)	0.0465 (0.636)
Corrupção	-0.0486 (-0.385)	-0.0688 (-0.534)		-0.0740 (-0.616)
Tensões Religiosas	-0.115 (-0.733)	-0.112 (-0.731)	-0.127 (-0.821)	
Lei/Ordem	0.179 (0.921)	0.214 (1.129)	0.173 (0.877)	0.136 (0.702)
Resp. Democrática	0.0451 (0.207)	0.0441 (0.203)	0.0333 (0.154)	0.0493 (0.220)
Qualid. Burocrática	0.478 (1.232)	0.410 (1.169)	0.510 (1.388)	0.345 (0.954)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0698** (2.425)	0.0728** (2.630)	0.0693** (2.424)	0.0739** (2.703)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0431*** (-4.115)	-0.0426*** (-4.229)	-0.0429*** (-4.241)	-0.0438*** (-4.505)
Défice/P.I.B.	-0.151*** (-3.356)	-0.152*** (-3.308)	-0.152*** (-3.383)	-0.151*** (-3.414)
Receitas/P.I.B.	0.138** (2.415)	0.133** (2.319)	0.137** (2.441)	0.141** (2.513)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0612 (1.581)	0.0627 (1.599)	0.0610 (1.579)	0.0582 (1.513)
P.I.B. per capita	1.27e-05 (1.406)	8.47e-06 (0.917)	1.29e-05 (1.430)	1.49e-05* (1.710)
Inflação	-0.0763*** (-5.794)	-0.0739*** (-5.347)	-0.0767*** (-5.982)	-0.0771*** (-5.604)
Investimento/P.I.B.	0.0922* (1.812)	0.0996* (1.903)	0.0908* (1.821)	0.0910* (1.845)
Taxa de Desemprego	-0.0343 (-0.764)	-0.0357 (-0.800)	-0.0362 (-0.817)	-0.0367 (-0.815)
Exp. Líquidas de Petróleo	-6.400 (-1.430)	-6.195 (-1.398)	-6.040 (-1.337)	-7.757* (-1.750)
Crises Bancárias	-0.177 (-0.787)	-0.172 (-0.808)	-0.192 (-0.876)	-0.173 (-0.772)
Conflitos Externos		-0.125 (-1.418)		
Militares na Política			0.0282 (0.135)	
Tensões Étnicas				0.0968 (0.812)
Constante	8.163** (2.364)	10.09*** (3.396)	7.997** (2.269)	8.020** (2.327)
Observações	426	426	426	426
Número de id	43	43	43	43
R ² Ajustado	0.618	0.622	0.618	0.617

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela C3 – Logit Ordenado (Standard & Poor’s foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.323 [1.381482] (3.12) ***	0.299 [1.348531] (2.82) ***	0.316 [1.371235] (2.82) ***	0.307 [1.359271] (2.94) ***
Cond. Socioeconómicas	0.500 [1.6489] (2.30) **	0.494 [1.638944] (2.23) **	0.464 [1.590613] (2.14) **	0.535 [1.707799] (2.65) ***
Perfil de Investimento	0.626 [1.870265] (2.48) **	0.617 [1.854089] (2.40) **	0.571 [1.769887] (2.18) **	0.599 [1.820232] (2.60) ***
Conflitos Internos	-0.205 [.8150514] (-1.07)		-0.292 [.74682] (-1.69) *	-0.183 [.8323548] (-0.93)
Corrupção	0.0197 [1.019883] (0.08)	0.0630 [1.064975] (0.25)		0.0890 [1.09303] (0.35)
Tensões Religiosas	0.247 [1.279962] (0.85)	0.161 [1.174966] (0.51)	0.210 [1.233955] (0.74)	
Lei/Ordem	0.396 [1.485671] (1.06)	0.313 [1.366843] (0.89)	0.338 [1.402586] (0.85)	0.403 [1.496557] (1.02)
Resp. Democrática	-0.436 [.6466851] (-1.33)	-0.438 [.6452738] (-1.32)	-0.508 [.6015193] (-1.44)	-0.434 [.6477344] (-1.25)
Qualid. Burocrática	1.196 [3.305552] (2.16) **	1.214 [3.365626] (2.24) **	1.240 [3.454225] (2.24) **	1.128 [3.089394] (2.13) **
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.120 [1.127912] (1.48)	0.117 [1.124136] (1.42)	0.119 [1.125858] (1.42)	0.106 [1.112122] (1.41)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0268 [.97359] (-2.69) ***	-0.0254 [.9748838] (-2.46) **	-0.0284 [.9720072] (-2.77) ***	-0.0264 [.973899] (-2.40) **
Défice/P.I.B.	0.0208 [1.021011] (0.20)	0.0407 [1.041491] (0.37)	0.0130 [1.013059] (0.11)	0.0236 [1.023903] (0.22)
Receitas/P.I.B.	0.0967 [1.101493] (3.51) ***	0.107 [1.113194] (3.60) ***	0.0826 [1.086073] (2.69) ***	0.0949 [1.099498] (3.36) ***
Saldo Estrutural/P.I.B.	-0.136 [.8730736] (-1.09)	-0.152 [.8591369] (-1.15)	-0.136 [.873258] (-1.02)	-0.123 [.8840763] (-1.02)
P.I.B. per capita	0.000159 [1.000159] (2.27) **	0.000144 [1.000144] (1.96) *	0.000170 [1.00017] (2.26) **	0.000159 [1.000159] (2.16) **
Inflação	-0.213 [.8079205] (-3.43) ***	-0.230 [.7944887] (-3.44) ***	-0.204 [.8155077] (-3.40) ***	-0.219 [.803015] (-3.29) ***
Investimento/P.I.B.	0.139 [1.14966] (2.77) ***	0.139 [1.1489] (2.63) ***	0.158 [1.171155] (3.08) ***	0.130 [1.139127] (2.59) ***
Taxa de Desemprego	0.114 [1.121275] (1.78) *	0.118 [1.124826] (1.77) *	0.111 [1.11688] (1.73) *	0.118 [1.125169] (1.82) *
Exp. Líquidas de Petróleo	-3.350 [.0350753] (-0.49)	-3.484 [.0306771] (-0.49)	-1.853 [.1568295] (-0.26)	-2.445 [.0867113] (-0.36)

Crises Bancárias	-0.739 [.4777303] (-1.55)	-0.798 [.450028] (-1.57)	-0.883 [.4136244] (-2.00) **	-0.745 [.4746897] (-1.57)
Conflitos Externos		-0.292 [.7464012] (-0.97)		
Militares na Política			0.428 [1.533704] (1.33)	
Tensões Étnicas				0.00652 [1.006543] (0.03)
Observações	426	426	426	426

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*;

***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

Standard & Poor's local

Tabela D1 – Regressão linear simples (Standard & Poor's local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.176** (2.040)	0.172** (2.041)	0.179* (1.962)	0.178* (1.986)
Cond. Socioeconómicas	0.191 (1.292)	0.186 (1.265)	0.172 (1.132)	0.215 (1.444)
Perfil de Investimento	0.373*** (3.137)	0.376*** (3.155)	0.348*** (2.867)	0.369*** (3.091)
Conflitos Internos	-0.00357 (-0.0212)		-0.0398 (-0.248)	0.0350 (0.213)
Corrupção	0.163 (0.847)	0.181 (0.932)		0.202 (1.005)
Tensões Religiosas	0.234 (1.407)	0.214 (1.206)	0.228 (1.345)	
Lei/Ordem	0.367 (1.446)	0.359 (1.493)	0.363 (1.276)	0.405 (1.458)
Resp. Democrática	-0.557** (-2.600)	-0.548** (-2.529)	-0.572** (-2.584)	-0.549** (-2.551)
Qualid. Burocrática	1.694*** (4.439)	1.715*** (4.458)	1.808*** (4.682)	1.737*** (4.708)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0584 (1.609)	0.0619* (1.797)	0.0562 (1.543)	0.0436 (1.262)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0184*** (-3.558)	-0.0182*** (-3.503)	-0.0200*** (-3.579)	-0.0174*** (-3.375)
Défice/P.I.B.	-0.0591 (-1.245)	-0.0564 (-1.197)	-0.0647 (-1.245)	-0.0563 (-1.155)
Receitas/P.I.B.	0.0528* (1.944)	0.0574** (2.036)	0.0541* (1.960)	0.0500* (1.870)
Saldo Estrutural/P.I.B.	-0.0401 (-0.531)	-0.0423 (-0.566)	-0.0272 (-0.353)	-0.0302 (-0.398)
P.I.B. per capita	2.92e-05* (1.789)	2.67e-05 (1.640)	3.24e-05* (1.923)	2.61e-05 (1.628)
Inflação	-0.115*** (-3.033)	-0.115*** (-3.028)	-0.113*** (-3.345)	-0.119*** (-3.000)
Investimento/P.I.B.	0.152*** (2.986)	0.154*** (3.193)	0.148*** (2.904)	0.145*** (2.796)
Taxa de Desemprego	0.0846 (1.105)	0.0844 (1.095)	0.0794 (1.059)	0.0919 (1.193)
Exp. Líquidas de Petróleo	-3.200 (-0.558)	-3.622 (-0.607)	-2.726 (-0.449)	-1.717 (-0.307)
Crises Bancárias	-0.00541 (-0.0155)	-0.0388 (-0.109)	-0.0802 (-0.247)	-0.00559 (-0.0157)
Conflitos Externos		-0.101 (-0.622)		
Militares na Política			0.174 (0.578)	
Tensões Étnicas				-0.123 (-0.754)
Constante	0.580 (0.226)	1.406 (0.475)	0.880 (0.350)	1.539 (0.666)
Observações	411	411	411	411
R ² Ajustado	0.872	0.873	0.872	0.871

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela D2 – Controlando os efeitos fixos (Standard & Poor's local)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0791 (1.130)	0.0886 (1.255)	0.0796 (1.249)	0.0782 (1.139)
Cond. Socioeconómicas	0.117 (0.868)	0.115 (0.871)	0.117 (0.869)	0.117 (0.857)
Perfil de Investimento	0.0797 (1.080)	0.0908 (1.231)	0.0802 (1.089)	0.0789 (1.093)
Conflitos Internos	0.0967 (1.603)		0.0919 (1.352)	0.0637 (0.947)
Corrupção	0.0222 (0.172)	0.00302 (0.0225)		0.00307 (0.0237)
Tensões Religiosas	-0.0780 (-0.512)	-0.0734 (-0.488)	-0.0777 (-0.505)	
Lei/Ordem	0.218 (1.226)	0.244 (1.423)	0.213 (1.236)	0.160 (0.910)
Resp. Democrática	0.00782 (0.0407)	0.0164 (0.0845)	-0.00246 (-0.0125)	0.0148 (0.0786)
Qualid. Burocrática	0.393 (1.148)	0.328 (0.993)	0.388 (1.165)	0.206 (0.640)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0289 (0.663)	0.0319 (0.747)	0.0296 (0.680)	0.0376 (0.874)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0420*** (-3.097)	-0.0425*** (-3.206)	-0.0417*** (-3.160)	-0.0421*** (-3.394)
Défice/P.I.B.	-0.108* (-1.781)	-0.109* (-1.794)	-0.109* (-1.787)	-0.108* (-1.778)
Receitas/P.I.B.	0.0948 (1.546)	0.0916 (1.506)	0.0943 (1.558)	0.0978 (1.597)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0445 (0.952)	0.0434 (0.912)	0.0472 (0.984)	0.0398 (0.836)
P.I.B. per capita	3.79e-07 (0.0330)	-3.53e-06 (-0.300)	7.31e-07 (0.0633)	2.23e-06 (0.208)
Inflação	-0.0607*** (-3.416)	-0.0592*** (-3.371)	-0.0610*** (-3.480)	-0.0620*** (-3.722)
Investimento/P.I.B.	0.0748 (1.328)	0.0827 (1.405)	0.0749 (1.336)	0.0794 (1.409)
Taxa de Desemprego	-0.00660 (-0.132)	-0.00912 (-0.185)	-0.00802 (-0.166)	-0.00499 (-0.0991)
Exp. Líquidas de Petróleo	-3.324 (-0.550)	-2.983 (-0.493)	-3.509 (-0.583)	-5.704 (-0.931)
Crises Bancárias	-0.00616 (-0.0310)	0.00988 (0.0498)	-0.0113 (-0.0574)	0.00633 (0.0318)
Conflitos Externos		-0.0477 (-0.501)		
Militares na Política			0.0629 (0.269)	
Tensões Étnicas				0.205 (1.372)
Constante	10.71*** (3.036)	12.15*** (3.988)	10.59*** (2.732)	10.36*** (2.938)
Observações	411	411	411	411
Número de id	42	42	42	42
R ² Ajustado	0.530	0.527	0.530	0.534

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela D3 – Logit Ordenado (Standard & Poor's local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.229 [1.257737] (1.71) *	0.233 [1.262964] (1.94) *	0.274 [1.315537] (1.97) **	0.242 [1.273355] (1.61)
Cond. Socioeconómicas	0.263 [1.300938] (1.22)	0.258 [1.294195] (1.17)	0.204 [1.225976] (0.90)	0.247 [1.279619] (1.21)
Perfil de Investimento	0.499 [1.647486] (2.44) **	0.499 [1.647529] (2.46) **	0.460 [1.584766] (2.33) **	0.478 [1.612881] (2.41) **
Conflitos Internos	-0.0300 [.9704081] (-0.12)		-0.0866 [.9170353] (-0.41)	-0.0141 [.9860017] (-0.06)
Corrupção	0.519 [1.68036] (1.95) *	0.518 [1.677845] (2.00) **		0.545 [1.724014] (2.09) **
Tensões Religiosas	0.169 [1.184591] (0.80)	0.182 [1.199532] (0.91)	0.214 [1.239145] (0.97)	
Lei/Ordem	0.240 [1.271334] (0.62)	0.226 [1.253954] (0.67)	0.264 [1.302571] (0.60)	0.324 [1.382645] (0.73)
Resp. Democrática	-1.147 [.3176658] (-2.06) **	-1.168 [.3108484] (-2.05) **	-1.145 [.3181597] (-1.98) **	-1.132 [.3224146] (-1.87) *
Qualid. Burocrática	1.690 [5.418001] (2.74) ***	1.663 [5.275103] (2.80) ***	2.057 [7.818927] (3.17) ***	1.839 [6.289665] (2.91) ***
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.103 [1.108983] (1.01)	0.101 [1.106402] (1.02)	0.0878 [1.091791] (0.87)	0.0748 [1.077654] (0.80)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0443 [.9566586] (-4.03) ***	-0.0451 [.9559225] (-3.65) ***	-0.0483 [.9528254] (-4.18) ***	-0.0444 [.9565959] (-3.76) ***
Défice/P.I.B.	0.138 [1.148009] (1.00)	0.143 [1.154027] (1.03)	0.132 [1.141058] (1.03)	0.141 [1.151529] (1.08)
Receitas/P.I.B.	0.0603 [1.062113] (1.60)	0.0530 [1.054479] (1.24)	0.0629 [1.064925] (1.61)	0.0540 [1.055438] (1.50)
Saldo Estrutural/P.I.B.	-0.226 [.7978293] (-1.47)	-0.229 [.7952923] (-1.44)	-0.211 [.8094969] (-1.43)	-0.222 [.800553] (-1.55)
P.I.B. per capita	0.000148 [1.000148] (2.41) **	0.000157 [1.000157] (2.02) **	0.000156 [1.000156] (2.46) **	0.000146 [1.000146] (2.30) **
Inflação	-0.306 [.7365069] (-4.14) ***	-0.302 [.7392698] (-4.24) ***	-0.297 [.7430289] (-4.37) ***	-0.330 [.7188816] (-4.11) ***
Investimento/P.I.B.	0.173 [1.188848] (2.77) ***	0.172 [1.187357] (2.79) ***	0.166 [1.180752] (2.57) **	0.168 [1.182489] (2.50) **
Taxa de Desemprego	0.110 [1.116272] (1.42)	0.112 [1.117977] (1.50)	0.100 [1.105411] (1.26)	0.107 [1.112476] (1.41)
Exp. Líquidas de Petróleo	-5.625 [.0036053] (-0.67)	-5.184 [.0056044] (-0.63)	-5.217 [.005425] (-0.59)	-3.018 [.048875] (-0.39)

Crises Bancárias	-0.908 [.4033357] (-1.67) *	-0.871 [.4187056] (-1.68) *	-1.001 [.3673353] (-2.02) **	-0.900 [.4065546] (-1.55)
Conflitos Externos		0.109 [1.115023] (0.32)		
Militares na Política			0.203 [1.22519] (0.56)	
Tensões Étnicas				-0.267 [.7653187] (-1.26)
Observações	411	411	411	411

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

Moody's foreign

Tabela E1 – Regressão linear simples (Moody's foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.225*** (2.908)	0.221*** (3.018)	0.207*** (2.836)	0.224*** (2.859)
Cond. Socioeconómicas	0.321** (2.444)	0.313** (2.475)	0.307** (2.379)	0.345*** (2.771)
Perfil de Investimento	0.583*** (4.558)	0.586*** (4.600)	0.514*** (4.180)	0.577*** (4.576)
Conflitos Internos	-0.00407 (-0.0267)		-0.0939 (-0.646)	0.0187 (0.122)
Corrupção	-0.0747 (-0.489)	-0.0520 (-0.344)		-0.0380 (-0.245)
Tensões Religiosas	0.169 (0.925)	0.145 (0.730)	0.0997 (0.600)	
Lei/Ordem	0.598** (2.366)	0.592** (2.447)	0.525** (2.171)	0.622** (2.372)
Resp. Democrática	-0.337** (-2.175)	-0.328** (-2.119)	-0.392** (-2.448)	-0.336** (-2.156)
Qualid. Burocrática	1.442*** (4.226)	1.467*** (4.256)	1.366*** (4.316)	1.444*** (4.340)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0328 (0.987)	0.0371 (1.174)	0.0345 (0.998)	0.0236 (0.719)
Dívida Bruta/P.I.B.	0.00151 (0.375)	0.00184 (0.472)	0.000522 (0.118)	0.00201 (0.472)
Défice/P.I.B.	-0.145*** (-3.717)	-0.142*** (-3.586)	-0.165*** (-4.043)	-0.145*** (-3.640)
Receitas/P.I.B.	0.0854*** (4.007)	0.0909*** (4.220)	0.0736*** (3.511)	0.0839*** (3.958)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0549 (1.161)	0.0522 (1.106)	0.0588 (1.256)	0.0618 (1.267)
P.I.B. per capita	4.53e-05*** (3.083)	4.22e-05*** (2.962)	4.94e-05*** (3.318)	4.33e-05*** (3.050)
Inflação	-0.0662* (-1.850)	-0.0673* (-1.835)	-0.0638** (-2.134)	-0.0691* (-1.860)
Investimento/P.I.B.	0.159*** (4.104)	0.163*** (4.435)	0.176*** (4.247)	0.157*** (4.145)
Taxa de Desemprego	0.0721 (1.129)	0.0722 (1.122)	0.0709 (1.226)	0.0791 (1.215)
Exp. Líquidas de Petróleo	0.375 (0.0735)	-0.138 (-0.0257)	2.208 (0.449)	1.328 (0.263)
Crises Bancárias	-0.174 (-0.594)	-0.218 (-0.721)	-0.347 (-1.363)	-0.179 (-0.614)
Conflitos Externos		-0.126 (-0.783)		
Militares na Política			0.455* (1.887)	
Tensões Étnicas				-0.0450 (-0.316)
Constante	-6.631** (-2.534)	-5.608* (-1.810)	-6.088** (-2.325)	-6.053** (-2.548)
Observações	426	426	426	426
R ² Ajustado	0.914	0.915	0.918	0.913

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela E2 – Controlando os efeitos fixos (Moody's foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.00677 (0.108)	0.0182 (0.279)	0.00588 (0.107)	0.00837 (0.134)
Cond. Socioeconómicas	0.205** (2.292)	0.201** (2.387)	0.205** (2.344)	0.200** (2.177)
Perfil de Investimento	0.219** (2.590)	0.229*** (2.741)	0.219** (2.625)	0.220** (2.595)
Conflitos Internos	0.0718 (0.923)		0.0702 (0.872)	0.0407 (0.539)
Corrupção	0.00456 (0.0316)	-0.0145 (-0.100)		-0.0149 (-0.100)
Tensões Religiosas	-0.0354 (-0.309)	-0.0327 (-0.297)	-0.0377 (-0.304)	
Lei/Ordem	0.131 (0.736)	0.160 (0.908)	0.126 (0.709)	0.0750 (0.404)
Resp. Democrática	0.116 (0.736)	0.118 (0.768)	0.109 (0.668)	0.126 (0.803)
Qualid. Burocrática	0.332 (1.511)	0.270 (1.055)	0.336 (1.633)	0.191 (1.075)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0411 (1.234)	0.0437 (1.406)	0.0412 (1.265)	0.0459 (1.382)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0324** (-2.257)	-0.0323** (-2.279)	-0.0322** (-2.267)	-0.0323** (-2.357)
Défice/P.I.B.	-0.126** (-2.353)	-0.128** (-2.372)	-0.127** (-2.357)	-0.125** (-2.399)
Receitas/P.I.B.	0.101 (1.607)	0.0968 (1.527)	0.101 (1.624)	0.104* (1.698)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0412 (0.949)	0.0421 (0.975)	0.0423 (1.004)	0.0367 (0.864)
P.I.B. per capita	9.33e-06 (1.246)	5.67e-06 (0.642)	9.55e-06 (1.281)	1.12e-05 (1.419)
Inflação	-0.0306 (-1.509)	-0.0287 (-1.411)	-0.0308 (-1.522)	-0.0318 (-1.627)
Investimento/P.I.B.	0.0644 (1.202)	0.0713 (1.286)	0.0639 (1.238)	0.0648 (1.236)
Taxa de Desemprego	-0.00965 (-0.195)	-0.0118 (-0.243)	-0.0111 (-0.238)	-0.0117 (-0.235)
Exp. Líquidas de Petróleo	-3.043 (-0.560)	-2.741 (-0.508)	-2.959 (-0.555)	-4.560 (-0.823)
Crises Bancárias	-0.256 (-1.192)	-0.249 (-1.204)	-0.261 (-1.266)	-0.254 (-1.182)
Conflitos Externos		-0.0836 (-0.665)		
Militares na Política			0.0339 (0.219)	
Tensões Étnicas				0.206 (1.296)
Constante	7.860** (2.089)	9.456*** (2.744)	7.803* (1.989)	7.666** (2.052)
Observações	426	426	426	426
Número de id	43	43	43	43
R ² Ajustado	0.435	0.436	0.435	0.440

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela E3 – Logit Ordenado (Moody's foreign)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.335 [1.398237] (2.71) ***	0.329 [1.390008] (2.89) ***	0.349 [1.417915] (3.35) ***	0.317 [1.37309] (2.46) **
Cond. Socioeconómicas	0.374 [1.45283] (1.92) *	0.366 [1.442368] (1.92) *	0.349 [1.417268] (1.95) *	0.412 [1.509887] (2.43) **
Perfil de Investimento	0.853 [2.346942] (3.94) ***	0.854 [2.348303] (3.85) ***	0.776 [2.17262] (3.98) ***	0.810 [2.248781] (4.35) ***
Conflitos Internos	-0.0600 [.9417566] (-0.30)		-0.237 [.7890834] (-1.53)	-0.0421 [.9587359] (-0.21)
Corrupção	-0.0235 [.9767454] (-0.09)	-0.0199 [.9803156] (-0.08)		0.0512 [1.052536] (0.20)
Tensões Religiosas	0.299 [1.347922] (1.06)	0.295 [1.343445] (0.96)	0.166 [1.180248] (0.62)	
Lei/Ordem	0.600 [1.822123] (1.55)	0.570 [1.768567] (1.46)	0.462 [1.587075] (1.24)	0.592 [1.808171] (1.58)
Resp. Democrática	-0.699 [.4971587] (-2.56) **	-0.709 [.4921612] (-2.67) ***	-0.872 [.4182455] (-2.63) ***	-0.700 [.4966974] (-2.63) ***
Qualid. Burocrática	1.728 [5.629053] (3.43) ***	1.718 [5.575796] (3.49) ***	1.835 [6.266732] (2.86) ***	1.633 [5.118004] (3.35) ***
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0754 [1.078262] (1.23)	0.0732 [1.075917] (1.24)	0.0666 [1.068826] (0.98)	0.0564 [1.058057] (0.96)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0240 [.9763177] (-2.81) ***	-0.0240 [.9762391] (-2.62) ***	-0.0277 [.972651] (-2.69) ***	-0.0240 [.9762851] (-2.62) ***
Défice/P.I.B.	-0.126 [.8817424] (-1.38)	-0.120 [.887033] (-1.28)	-0.154 [.8572391] (-1.75) *	-0.125 [.8826148] (-1.38)
Receitas/P.I.B.	0.126 [1.133924] (3.25) ***	0.124 [1.131478] (3.14) ***	0.105 [1.110451] (2.95) ***	0.124 [1.132548] (3.26) ***
Saldo Estrutural/P.I.B.	-0.0321 [.968377] (-0.35)	-0.0358 [.9648219] (-0.37)	-0.0262 [.9741381] (-0.28)	-0.0111 [.9889306] (-0.12)
P.I.B. per capita	0.000198 [1.000198] (4.19) ***	0.000199 [1.000199] (3.52) ***	0.000225 [1.000225] (4.24) ***	0.000200 [1.0002] (4.05) ***
Inflação	-0.139 [.8699719] (-2.65) ***	-0.140 [.8696282] (-2.68) ***	-0.126 [.8814341] (-2.99) ***	-0.147 [.8634671] (-2.69) ***
Investimento/P.I.B.	0.216 [1.240905] (3.46) ***	0.214 [1.238187] (3.39) ***	0.258 [1.294724] (3.71) ***	0.200 [1.221947] (3.24) ***
Taxa de Desemprego	0.110 [1.116702] (1.35)	0.112 [1.117984] (1.39)	0.104 [1.109285] (1.23)	0.112 [1.117967] (1.36)
Exp. Líquidas de Petróleo	-5.995 [.0024912] (-0.63)	-5.659 [.0034853] (-0.57)	-3.447 [.0318461] (-0.36)	-5.115 [.0060068] (-0.56)
Crises Bancárias	-1.049	-1.020	-1.390	-1.026

	[.3502646] (-2.28) **	[.3604178] (-1.90) *	[.2490612] (-3.51) ***	[.3585936] (-2.17) **
Conflitos Externos		0.00847 [1.008503] (0.02)		
Militares na Política			0.810 [2.248448] (2.38) **	
Tensões Étnicas				0.0117 [1.011748] (0.06)
Observações	426	426	426	426

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*;

***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.

Moody's local

Tabela F1 – Regressão linear simples (Moody's local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.213** (2.451)	0.223*** (2.779)	0.193** (2.286)	0.209** (2.291)
Cond. Socioeconómicas	0.290 (1.679)	0.298 (1.677)	0.283 (1.624)	0.321* (1.866)
Perfil de Investimento	0.484*** (3.300)	0.485*** (3.339)	0.398*** (2.832)	0.482*** (3.262)
Conflitos Internos	0.121 (0.700)		0.00264 (0.0153)	0.147 (0.819)
Corrupção	-0.0662 (-0.399)	-0.0687 (-0.428)		-0.0318 (-0.182)
Tensões Religiosas	0.197 (0.868)	0.223 (0.928)	0.101 (0.505)	
Lei/Ordem	0.349 (1.073)	0.394 (1.357)	0.232 (0.751)	0.355 (1.088)
Resp. Democrática	-0.573*** (-3.404)	-0.564*** (-3.382)	-0.590*** (-3.538)	-0.553*** (-3.367)
Qualid. Burocrática	1.574*** (3.408)	1.606*** (3.494)	1.494*** (3.537)	1.534*** (3.451)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	-0.00988 (-0.267)	-0.00513 (-0.144)	-0.00961 (-0.255)	-0.0218 (-0.570)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0146** (-2.304)	-0.0144** (-2.295)	-0.0153** (-2.625)	-0.0141** (-2.267)
Défice/P.I.B.	-0.116** (-2.567)	-0.117** (-2.497)	-0.139*** (-2.732)	-0.115** (-2.548)
Receitas/P.I.B.	0.0803*** (3.354)	0.0823*** (3.394)	0.0645*** (2.827)	0.0791*** (3.278)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.100** (2.240)	0.0964** (2.090)	0.112** (2.363)	0.114** (2.406)
P.I.B. per capita	4.38e-05*** (2.988)	4.34e-05*** (2.944)	4.85e-05*** (3.252)	4.24e-05*** (3.008)
Inflação	-0.138*** (-2.960)	-0.138*** (-3.055)	-0.132*** (-3.650)	-0.139*** (-2.860)
Investimento/P.I.B.	0.101* (1.757)	0.106* (1.983)	0.111* (1.924)	0.0871 (1.505)
Taxa de Desemprego	0.119 (1.672)	0.118 (1.597)	0.116* (1.818)	0.124 (1.682)
Exp. Líquidas de Petróleo	1.052 (0.185)	0.649 (0.111)	3.713 (0.665)	2.059 (0.367)
Crises Bancárias	0.0431 (0.122)	0.0371 (0.0998)	-0.166 (-0.512)	0.0203 (0.0589)
Conflitos Externos		0.0205 (0.113)		
Militares na Política			0.595** (2.155)	
Tensões Étnicas				0.0373 (0.220)
Constante	-2.007 (-0.636)	-1.852 (-0.531)	-1.286 (-0.435)	-1.368 (-0.437)
Observações	403	403	403	403
R ² Ajustado	0.895	0.894	0.902	0.894

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela F2 – Controlando os efeitos fixos (Moody's local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.0230 (0.292)	0.0383 (0.457)	0.0126 (0.170)	0.0232 (0.299)
Cond. Socioeconómicas	0.148 (1.145)	0.144 (1.138)	0.153 (1.202)	0.153 (1.217)
Perfil de Investimento	0.0923 (0.936)	0.106 (1.050)	0.0895 (0.890)	0.0881 (0.920)
Conflitos Internos	0.169** (2.527)		0.185*** (2.791)	0.139* (1.995)
Corrupção	-0.111 (-0.962)	-0.141 (-1.186)		-0.127 (-1.043)
Tensões Religiosas	-0.0362 (-0.316)	-0.0295 (-0.259)	-0.0457 (-0.383)	
Lei/Ordem	0.0217 (0.165)	0.0554 (0.415)	0.0327 (0.236)	-0.0327 (-0.251)
Resp. Democrática	-0.126 (-0.919)	-0.113 (-0.834)	-0.115 (-0.846)	-0.123 (-0.906)
Qualid. Burocrática	0.121 (0.490)	0.00789 (0.0316)	0.172 (0.639)	-0.0895 (-0.314)
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	0.0508 (0.958)	0.0562 (1.121)	0.0496 (0.919)	0.0589 (1.123)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0306** (-2.272)	-0.0319** (-2.347)	-0.0310** (-2.288)	-0.0305** (-2.453)
Défice/P.I.B.	-0.151** (-2.687)	-0.157*** (-2.796)	-0.148** (-2.591)	-0.152*** (-2.781)
Receitas/P.I.B.	0.0885 (1.422)	0.0855 (1.382)	0.0868 (1.412)	0.0921 (1.512)
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.0914* (1.983)	0.0907* (1.962)	0.0851* (1.788)	0.0880* (1.963)
P.I.B. per capita	6.45e-06 (0.679)	1.12e-06 (0.113)	5.68e-06 (0.616)	8.27e-06 (0.908)
Inflação	-0.0901*** (-5.801)	-0.0882*** (-5.701)	-0.0901*** (-5.877)	-0.0914*** (-6.225)
Investimento/P.I.B.	0.0947 (1.504)	0.109 (1.660)	0.0952 (1.501)	0.0976 (1.554)
Taxa de Desemprego	-0.0327 (-0.517)	-0.0421 (-0.659)	-0.0289 (-0.466)	-0.0324 (-0.517)
Exp. Líquidas de Petróleo	2.637 (0.397)	3.521 (0.530)	2.951 (0.439)	0.755 (0.111)
Crises Bancárias	0.135 (0.568)	0.171 (0.717)	0.134 (0.610)	0.141 (0.591)
Conflitos Externos		-0.0245 (-0.226)		
Militares na Política			-0.111 (-0.718)	
Tensões Étnicas				0.202 (1.411)
Constante	11.89*** (2.803)	13.86*** (3.922)	11.82** (2.690)	11.83*** (2.785)
Observações	403	403	403	403
Número de id	41	41	41	41
R ² Ajustado	0.529	0.520	0.527	0.533

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; ***significativo a 1%, **significativo a 5% e *significativo a 10%.

Tabela F3 – Logit Ordenado (Moody's local)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Estabilidade do Governo	0.249 [1.283163] (1.54)	0.256 [1.292368] (1.75) *	0.256 [1.292335] (1.64)	0.250 [1.28437] (1.55)
Cond. Socioeconómicas	0.415 [1.514777] (1.67) *	0.418 [1.518877] (1.75) *	0.427 [1.531931] (1.95) *	0.465 [1.592691] (1.94) *
Perfil de Investimento	0.467 [1.595213] (2.21) **	0.471 [1.601658] (2.26) **	0.392 [1.480204] (2.05) **	0.464 [1.589891] (2.24) **
Conflitos Internos	0.118 [1.125446] (0.52)		-0.00674 [.993281] (-0.04)	0.145 [1.156514] (0.64)
Corrupção	0.0909 [1.095126] (0.42)	0.0860 [1.089858] (0.41)		0.120 [1.127554] (0.56)
Tensões Religiosas	0.107 [1.112868] (0.35)	0.159 [1.171816] (0.54)	0.0254 [1.025705] (0.10)	
Lei/Ordem	0.209 [1.231965] (0.47)	0.238 [1.269263] (0.63)	0.0438 [1.044791] (0.10)	0.172 [1.187673] (0.41)
Resp. Democrática	-1.359 [.2568949] (-3.78) ***	-1.376 [.2524826] (-3.65) ***	-1.502 [.2227642] (-3.40) ***	-1.318 [.2676071] (-3.77) ***
Qualid. Burocrática	2.299 [9.962215] (4.40) ***	2.290 [9.876163] (4.34) ***	2.551 [12.82154] (3.72) ***	2.181 [8.85528] (4.20) ***
Saldo Conta Corrente/P.I.B.	-0.0535 [.9479375] (-0.70)	-0.0489 [.9522989] (-0.69)	-0.0750 [.927786] (-0.88)	-0.0587 [.942963] (-0.79)
Dívida Bruta/P.I.B.	-0.0538 [.9476458] (-6.38) ***	-0.0562 [.9453379] (-5.64) ***	-0.0587 [.9430053] (-5.50) ***	-0.0538 [.9476446] (-6.51) ***
Défice/P.I.B.	-0.134 [.8742406] (-1.49)	-0.147 [.8630987] (-1.54)	-0.139 [.8702823] (-1.40)	-0.131 [.8770539] (-1.46)
Receitas/P.I.B.	0.145 [1.155637] (3.96) ***	0.139 [1.148688] (3.84) ***	0.121 [1.128258] (3.30) ***	0.146 [1.156706] (4.14) ***
Saldo Estrutural/P.I.B.	0.127 [1.135444] (1.23)	0.138 [1.147867] (1.28)	0.133 [1.141853] (1.22)	0.141 [1.151794] (1.37)
P.I.B. per capita	0.000210 [1.00021] (4.50) ***	0.000228 [1.000228] (3.72) ***	0.000232 [1.000232] (4.48) ***	0.000211 [1.000211] (4.54) ***
Inflação	-0.290 [.748417] (-4.02) ***	-0.274 [.7599839] (-4.13) ***	-0.268 [.7647356] (-4.19) ***	-0.287 [.7506129] (-3.98) ***
Investimento/P.I.B.	0.151 [1.162833] (1.80) *	0.154 [1.166769] (1.99) **	0.170 [1.18477] (2.04) **	0.127 [1.135966] (1.46)
Taxa de Desemprego	0.212 [1.235978] (2.18) **	0.211 [1.234756] (2.19) **	0.209 [1.232371] (2.29) **	0.215 [1.239316] (2.17) **
Exp. Líquidas de Petróleo	-0.199 [.8197608] (-0.02)	0.0883 [1.092348] (0.01)	3.592 [36.31593] (0.34)	-0.180 [.8351449] (-0.02)
Crises Bancárias	-1.116	-0.979	-1.422	-1.142

	[.3274255] (-2.31) **	[.375509] (-1.81) *	[.2411313] (-2.96) ***	[.3190539] (-2.43) **
Conflitos Externos		0.283 [1.327598] (0.71)		
Militares na Política			0.694 [2.001352] (1.72) *	
Tensões Étnicas				0.190 [1.208698] (1.10)
Observações	403	403	403	403

Fontes dos dados: Ver Tabelas I a IV.

Nota: Entre parenteses curvos encontra-se *t-statistics*; nos parêntesis quadrados *odds ratios*;

***significativo a 1%, **significativo a 5% e * significativo a 10%.