



1. A importância das Agências de Rating. Mais concorrência sinal de mais transparência.

Mas porque é que as agências de rating são tão importantes? São uma referência para os investidores. Nenhum país ou empresa consegue financiar-se através dos mercados financeiros internacionais sem que haja um conjunto de informações que estejam disponíveis aos investidores. A Standard&Poor's iniciou a classificação da dívida pública de Angola no dia 19 de Maio de 2010.

A economia angolana necessitava de um rating de

crédito, de uma referência, para aceder ao mercado. Começou com um "B", mas a tendência é ascendente e hoje a notação de crédito é de "BB". Nem todos os países africanos são classificados, logo o acesso aos mercados é-lhes vedado. Não é fácil compreender as contas públicas de muitos países, quer pela ausência de organismos, quer pela insuficiência de dados das instituições existentes. Em Portugal existem a Direcção Geral do Orçamento (DGO), o Banco de Portugal, o Instituto Nacional de Estatística (INE), o Tribunal de Contas, que guiam os investidores para alcançar "terra firme" com facilidade sem utilizar as agências de rating como farol.

As contas da Alemanha não são credíveis? São, todavia necessitam de um auditor externo, como seja uma agência de rating, para lhes conferirem maior fidedignidade. Se os investidores chegarem à conclusão que as agências de rating não são credíveis, devem seguir outras referências, devem estudar directamente as contas públicas germânicas divulgadas pelos vários organismos e instituições do país. As entidades a quem são atribuídas as notações se não concordarem com elas, não são obrigadas a permanecer e a pagar os serviços. Quem requer um rating tem que estar preparado para a avaliação.

Se determinados títulos de dívida virem a sua notação descer, os fundos têm regras que obrigam à venda e redução da exposição a esses activos. Os bancos centrais e instituições bancárias, quando os rating dos títulos que têm em carteira começam a deteriorar-se, vendem os títulos. Fazem-no porque acham que as agências são credíveis. A verdade é que as agências de rating continuam a ser o principal barómetro. Uma agência europeia seria mais credível? É indiferente o sentido de credibilidade em si mesmo, mas seria importante para projectar mais concorrência num mercado caracterizado pelo oligopólio [3 agências têm 95% da quota de mercado, Standard&Poor's, Fitch e Moody's], que pode ser sinónimo de menos credibilidade. Quanto maior o número de agências, maior é a concorrência pela excelência e transparência.

O desenvolvimento económico é diferente de crescimento económico. A Islândia tinha e tem um elevado desenvolvimento económico, com um Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) dos mais elevados do mundo, no entanto em 2008 teve que recorrer a empréstimos internacionais, medidas de austeridade, desvalorização cambial de 50% para evitar a bancarrota. As contas públicas estavam bastante depauperadas. Concentrou a sua economia na indústria financeira, deixando de lado as indústrias tradicionais [e.g piscatória]. Não conseguiu obter um desempenho idêntico ao Luxemburgo, mas este último têm uma tradição bancária ancestral, prudente na gestão dos depósitos e tem cerca de 2 biliões de euros depositados nos seus bancos [4% do PIB mundial]. Mas existia uma grande diferença entre a Islândia e o Luxemburgo no que respeita à notação de crédito. A Islândia jamais teve um rating superior a "A" e o Luxemburgo sempre teve um rating de "AAA". De salientar nas 10 maiores falências empresariais de sempre que nenhuma dessas empresas jamais teve uma classificação superior a "A". Abaixo uma tabela resumida dos ratings de crédito – ver quadro 1 e quadro 2.

Quadro1
As maiores falências de sempre

Empresa	Data da Falência	Montante da Falência mil milhões USD	Sector	Rating Crédito Antes da falência	
				6 meses	3 anos
Lehman Brothers	15-Set-2008	691	Financeiro	A+	A+
Washington Mutual	26-Set-2008	327,9	Financeiro	BBB	A-
WorldCom	21-Jul-2002	103,9	Telecomun.	BBB+	A-
General Motors	1-Jun-2009	91	Automóvel	CC	B
CIT Group	1-Nov-2009	71	Financeiro	BB-	A-
Enron	2-Dez-2001	65,5	Energia	BBB+	BBB+
Conseco	17-Dez-2002	61	Financeiro	B-	B-
Chrysler Group	30-Abr-2009	39	Automóvel	BBB	BBB
Thornburg Mortgage	1-Mai-2009	36,5	Financeiro	B-	B
Pacific Gas&Electric	6-Abr-2001	36,1	Energia	A+	A+
Islândia	10-10-2008*	N/D		A	A

Fonte: Bloomberg; * Resgate Financeiro

Quadro2

Tabela Resumida dos Ratings de Crédito	
Investimento de excelência/Prime	AAA
Alta classificação	AA
Classificação média	A
Limiar de Investimento	BBB
Não Investir/"Lixo"/Junk	BB
Quase provável incumprimento	C
Incumprimento	D

As agências de rating não são responsáveis pelo agravar da crise da dívida soberana na Europa. São utilizadas arditosamente pelos líderes europeus para desviar as atenções dos seus próprios problemas internos, das suas elevadas dívidas públicas e dos seus endividamentos externos. Os próprios emitentes de títulos de dívida contratam e pagam os serviços de rating, coexistindo um latente conflito de interesses [eventualmente, poderá ser cedida informação enviesada por parte das entidades visadas, para obterem uma classificação mais elevada].

Por vezes as Agência de rating, por iniciativa própria, classificam determinada dívida sem dados



fornecidos pela entidade visada o que poderá comprometer essa notação.

No entanto, por vezes as Agências de Rating influenciam a capacidade das economias captarem financiamento, pelo que os seus Ratings, mesmo que errados, acabam por ser “auto-validativos” se todos os investidores agirem no sentido da nova notação de crédito. Também se nota um comportamento “procíclico” das agências de rating. Antes de uma crise mantêm uma certa “passividade” nas suas notações e quando a crise se instala e se espalha, as agências reagem rapidamente baixando sistematicamente, num curto espaço, o rating dos emitentes, por vezes sem terem em conta a qualidade individual do emitente. É um efeito multiplicador de downgrades sucessivos.

É fundamental uma disciplina que garanta que as agências não estejam tão sujeitas a enviesamentos. Mas os processos regulatórios são sempre menos eficazes do que os incentivos. O aumento do número de Agências e da concorrência pode ser uma solução. As agências de rating necessitam de ser credíveis, para continuarem a ter clientes e investidores.

Portugal em 1999 tinha um rating de “A-“, inferior ao de 2009 de “AA”. No entanto, em 1999, o crescimento económico era mais elevado e o endividamento era menor do que em 2009. Qual a razão desta diferença de rating? Pertencer ao restrito grupo do euro, segunda moeda de referência mundial. Hoje, a integração União Europeia é menor do que em 2009, continua a regredir e foi percebida pelos mercados. Os investidores passaram a ver a dívida de cada país membro isoladamente e obviamente Portugal, sem a redoma do euro, viu descer o seu rating de “AA” para “BBB”. O mercado deixou de olhar para a dívida europeia como um todo. As revisões em baixa do rating são ajustamentos causados pela degradação da integração. Solidariedade e responsabilidade são duas palavras chave.

A economia portuguesa está sob a ameaça e o ataque não das “agências de rating e dos especuladores”, mas do “descontrolo das contas públicas, endividamento das famílias e das empresas”. Portugal está ameaçado e aponta baterias às agências de rating, o “bode expiatório”. Mas a ameaça não é externa. A ameaça é interna.

Portugal [e outros países meridionais] comprou submarinos, necessários para garantir o patrulhamento da nossa extensa costa marítima, porém mediante as dificuldades financeiras estes investimentos eventualmente poderiam ter sido adiados. É pressionado para avançar com o Comboio de Alta Velocidade [TGV]? Só o faz se quiser. Provavelmente os aumentos salariais acima da produtividade nos últimos 10 anos, agravando a nossa taxa de câmbio real em relação aos países setentrionais da Zona Euro, não deveriam ter acontecido.

A construção de estádios, de auto-estradas, rotundas e barragens, tudo para que a população vivesse melhor. As pessoas agradecem, e a grande maioria sem saber que foi obra realizada com dinheiro emprestado pelo estrangeiro e agora é chegado o momento de pagar...

2. As SPV [Special Purpose vehicle] e a crise do Subprime. O papel das Agências de Rating.

Existiam dois objectivos primordiais na criação das SPV [Special Purpose vehicle] por partes dos bancos americanos, antes da crise do subprime: 1º lucrar com as diferenças de taxas entre os créditos à habitação e o financiamento das SPV; 2º retirar dos seus balanços os créditos à habitação concedidos e transmitir o risco de crédito para a SPV [passam a integrar SPV sediadas em paraísos fiscais], para manterem os rácios créditos sobre depósitos baixos e dentro dos regulamentos das autoridades monetárias [Reserva Federal e

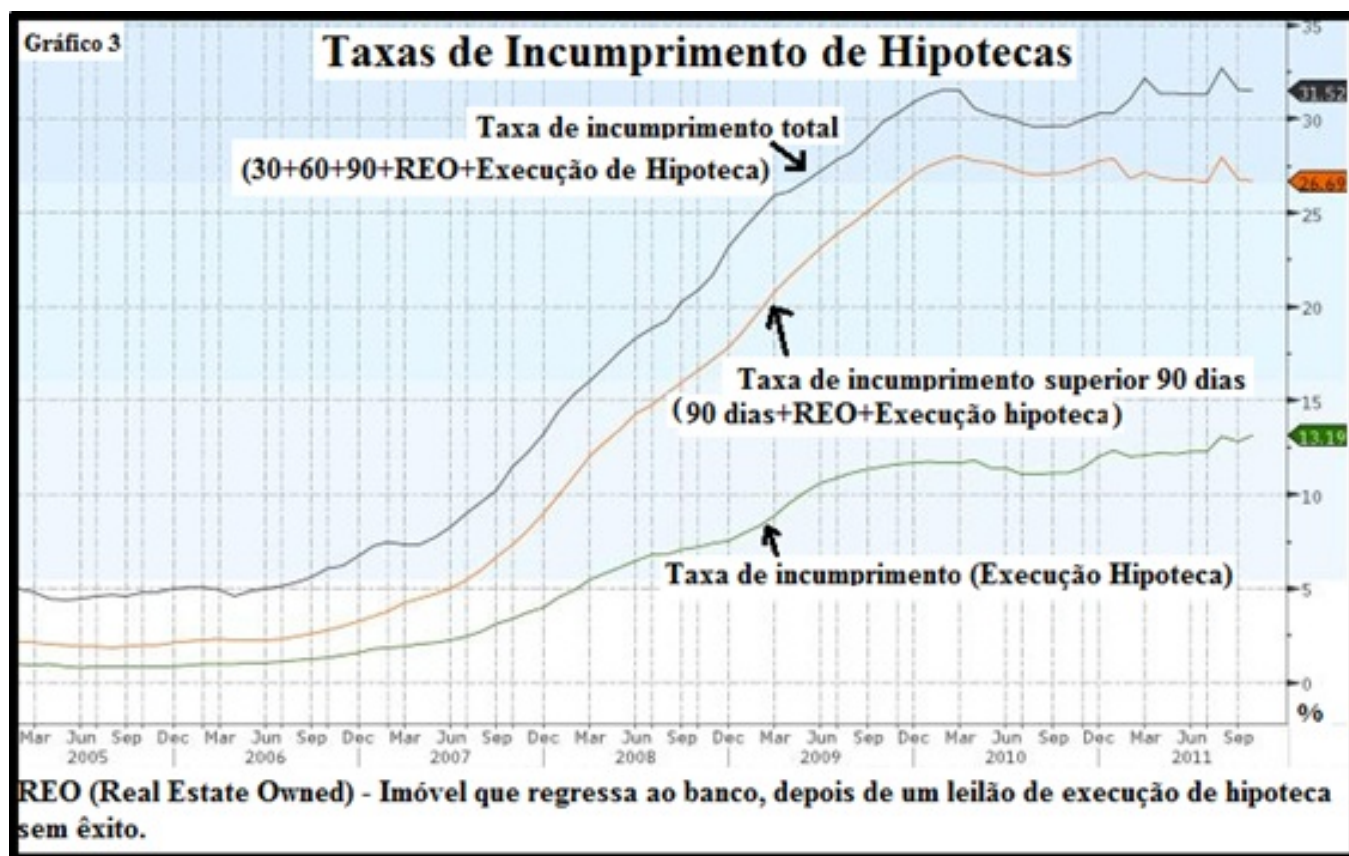


Security Exchange Commission] e poderem continuar com a estratégia de emprestar dinheiro indefinidamente e passam a ceder crédito sem grandes exigências e angariar mais clientes. Quando os clientes prime começaram a escassear, passaram para os clientes com menos probabilidades de pagar denominados de Alt-A, depois para clientes subprime e NINJA [No Income, Jobs and Assets - sem rendimentos, sem emprego e sem activos] levando a um provável aumento da taxa de incumprimento no futuro. Foram contratados milhares de corretores imobiliários para venderem casas, não interessava a situação financeira a quem era concedido o crédito à habitação, o objectivo era vender...

Uma SPV é essencialmente um fundo de arbitragem de crédito, similar a um CDO [Collateralized Debt Obligations] que é um título que tem dívidas como garantias. Podemos imaginar uma SPV criada pelos bancos para agrupar os créditos à habitação, como um banco virtual. Para se financiar emite dívida e tem cerca de 2% de equity. Após obter financiamento, usa o dinheiro para comprar créditos à habitação. A estrutura básica de um SPV tem duas camadas de responsabilidades, sénior e júnior e uma alavancagem na casa de 50 vezes [os capitais próprios correspondem a 2% e os capitais alheios a 98%]. A dívida sénior recebe sempre um rating de “AAA” (normalmente duas agências de rating são escolhidas) e aquando do pagamento tem prioridade sobre qualquer outra dívida. A dívida júnior ou mezzanine, principalmente dívida subordinada, normalmente é classificada com “BBB” e como o próprio nome indica está subordinada a todas as dívidas e é a última a ser paga.

A seguir é feita a securitização, prática financeira que consiste em agrupar vários tipos de activos financeiros (neste caso títulos de crédito cujo o subjacente é um crédito à habitação), convertendo-os em títulos padronizados negociáveis no mercado de capitais. A dívida é transferida, vendida, na forma de títulos, para vários investidores. Os juros baixos na Europa e no Japão contribuíram para a atractividade destes títulos, que ofereciam retornos elevados.

Determinado banco junta uma série de créditos à habitação valorizados em 100 unidades monetárias (u.m.), a renderem uma taxa de juro média de 8% e tinham por base a taxa de incumprimento de 5% verificada em 2005 – ver gráfico 3. Os valores desses créditos ao fim de 1 ano seriam de 102.6 u.m. [com uma taxa de incumprimento de 5%, a probabilidade é ficarmos com 95 u.m. que à taxa de juro de 8%, no final de 1 ano representavam 102,6 u.m.].

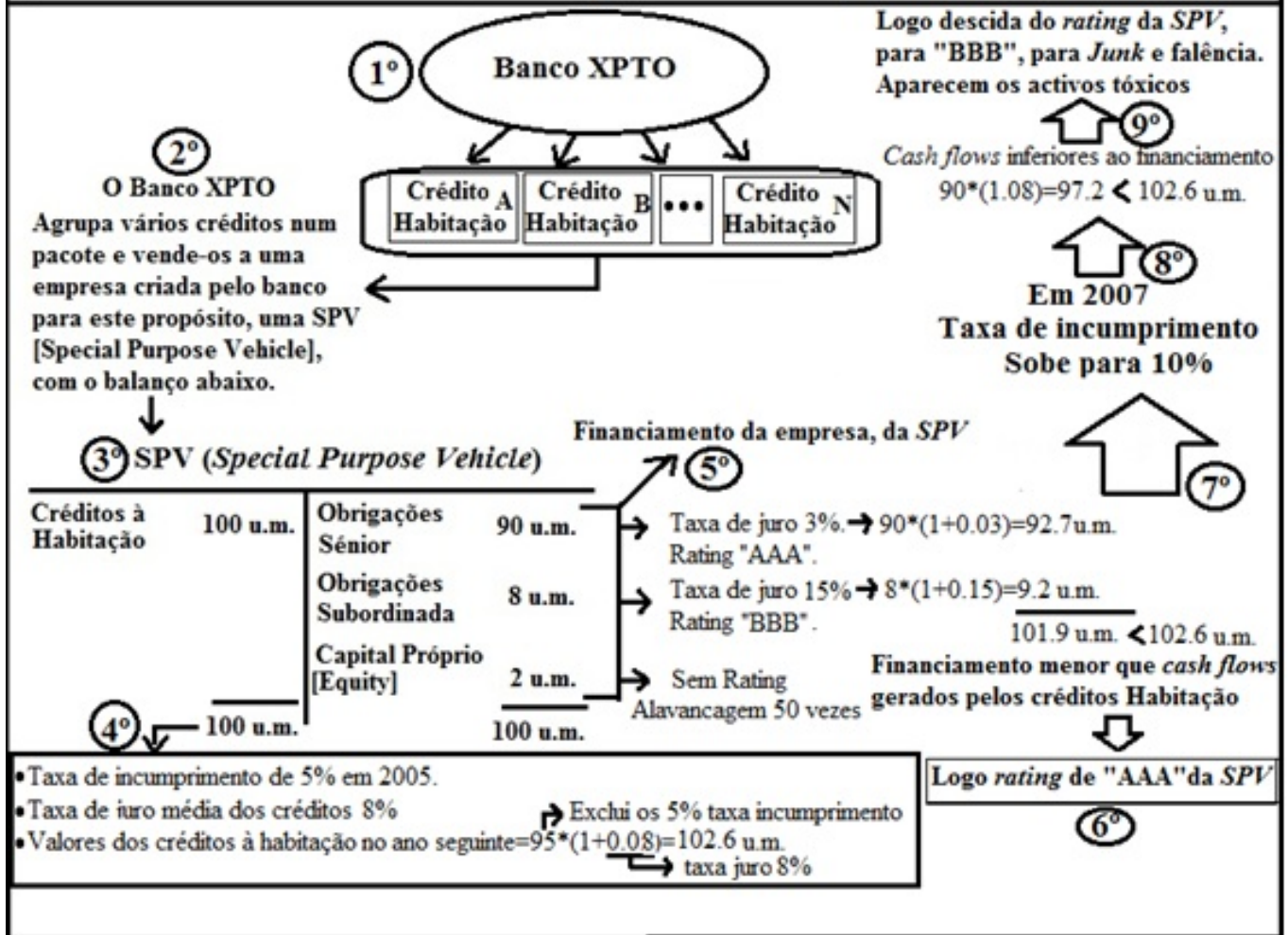


Numa segunda fase o banco vende esses pacotes a uma empresa, um veículo financeiro, criada especificamente para esse fim, as SPV. Para financiá-lo são emitidas obrigações seniores (90% capital), obrigações subordinadas (8% capital) e capitais próprios (2%). As obrigações seniores são remuneradas a uma taxa de 3% e as obrigações subordinadas a uma taxa de 15%.

As agências de rating atribuíam uma notação de “AAA” à aludida empresa (SPV), porque os créditos tinham um valor de 102.6 u.m. superior ao financiamento do SPV de 101.9 u.m.

A Reserva Federal dos EUA ao manter os juros de referência em 1%, incentivou muitos americanos a financiarem-se para comprar casa. As casas valorizaram bastante originando uma bolha imobiliária. Quando as taxas de juro iniciaram o ciclo de subida e algumas famílias começaram a entregar as casas por falta de pagamento o seu preço começou a baixar e rebentou a bolha imobiliária. As taxas de incumprimento passaram para 10% em meados de 2007 [Hoje estão nos 30%] e as agências de rating percebiam um risco diferente das SPV [os cash flows gerados pelos créditos à habitação eram inferiores ao financiamento]. E num ciclo vicioso começam a rever em baixa o rating à medida que o preço dos activos se deteriorava. Investidores e fundos de investimento em todo o mundo tinham títulos, cujos subjacentes eram esses financiamentos – ver quadro 3.

Quadro 3 Os bancos dos EUA e o rating de crédito dos produtos criados.

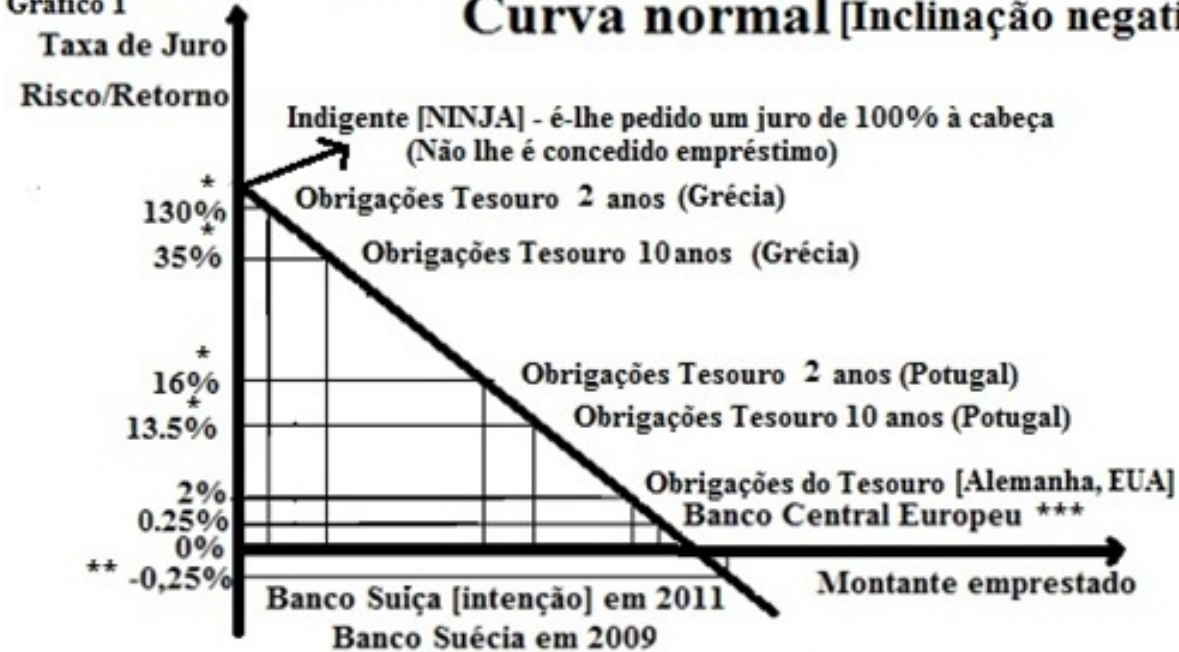


O que está por detrás da crise imobiliária nos EUA é a política, estratégia da concessão de crédito por parte das instituições bancárias. Numa situação normal, o risco é proporcional ao retorno e de acordo com esta premissa, os montantes emprestados oscilam num intervalo apertado entre a taxa de juro oferecida/pedida e o risco inerente à operação, mas mantêm a característica peculiar dos montantes a emprestar diminuírem à medida que se percepção um risco de incumprimento. Comprar dívida pública grega, apesar de uma taxa atractiva de 130%, o risco de incumprimento é quase uma realidade e os montantes são bastante baixos. No caso de um empréstimo a uma pessoa com as características de um NINJA, não há lugar a empréstimo, o montante a emprestar é nulo. Os depósitos dos bancos junto do Banco Central Europeu estão em máximos dos últimos 2 anos e o BCE só paga 0.25% de taxa de juro. O Banco Central da Suíça paga 0% e pretende mesmo cobrar 0,25% [taxa de juro negativa de 0,25%] para desincentivar os depósitos. Poderemos ter algo parecido com o gráfico 1.

Montante emprestado em função do risco/retorno

Gráfico 1

Curva normal [Inclinação negativa]



* Portugal e a Grécia estão a ser financiados por Organismos Internacionais.
Os mercados cobrar-lhes-iam as taxas acima.

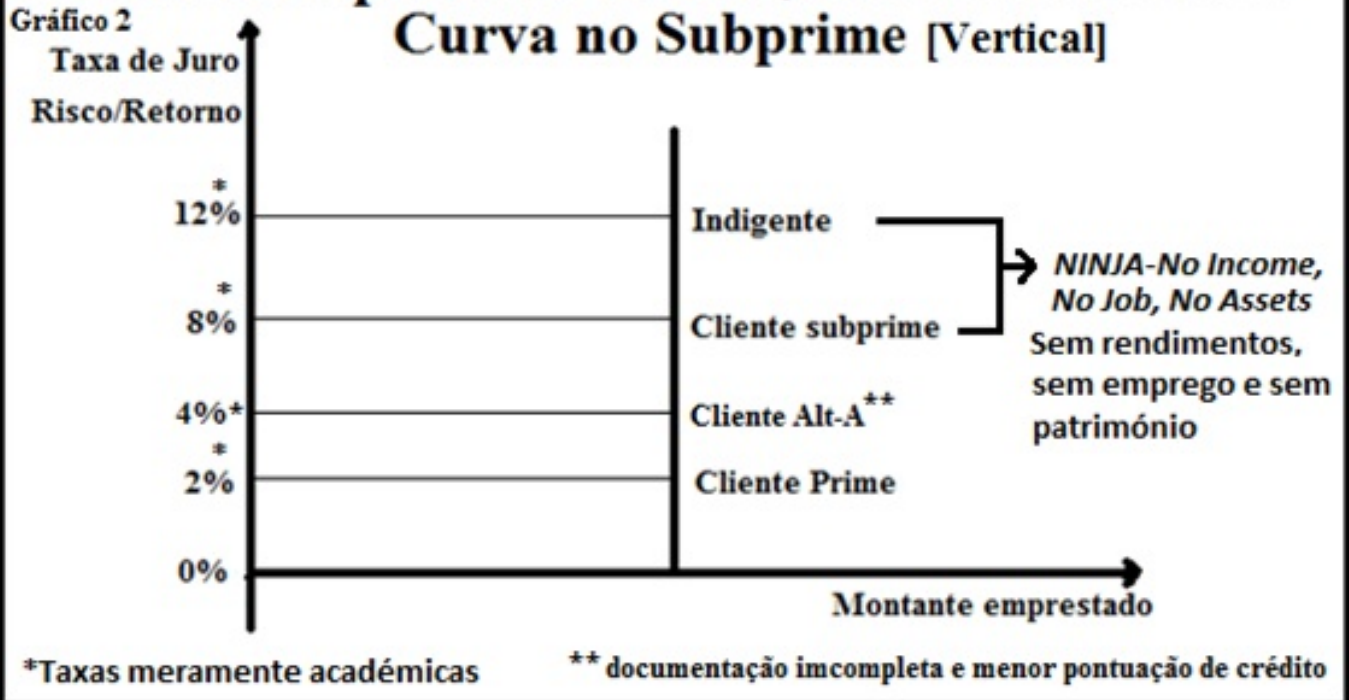
** O banco da Suíça cobra 0% [não se recebe juro] e pretender colocar em (-0.25%), cobrar 0.25%

*** O BCE paga 0.25% nos depósitos e estes estão máximos de quase 2 anos

A única garantia que existia era o próprio imóvel. Quando as famílias por falta de pagamento começaram a entregar a casa ao banco, os preços caíram sucessivamente e a partir de certo momento o valor da casa passou a ser inferior ao empréstimo concedido. A casa era a única garantia e os bancos ficaram com as casas entregues desvalorizadas e com um crédito que dificilmente irão recuperar [as famílias ficaram sem casa e ainda com uma dívida]. A cedência de crédito baseada em três vertentes foi fatal: O empréstimo tinha subjacente só a garantia da casa, sem fiadores e outras garantias; Sob o falso axioma de que o preço das casas só valoriza; O empréstimo de qualquer montante a pessoas NINJA, que jamais conseguiriam honrar os seus compromissos – Uma curva vertical no gráfico 2. Foi negligência? Houve dolo? Provavelmente, a conduta não foi a mais adequada. Qual a responsabilidade das agências de rating? A notação de crédito de “AAA” era dada em função da viabilidade da SPV, que tinha subjacente a taxa de incumprimento. Deveriam as agências de rating ter em conta que a taxa de incumprimento poderia subir para níveis históricos? A partir do momento que passaram a ser concedidos créditos a famílias NINJA, a probabilidade de incumprimento disparou, logo os ratings deveriam ter sido revistos em baixa. Os bancos americanos provaram da sua própria cicuta e infelizmente deram a beber a muitos bancos de investimento e aforradores de todo o mundo...

Montante emprestado em função do risco/retorno

Gráfico 2 Curva no Subprime [Vertical]



Por: Paulo Monteiro Rosa, licenciado em economia pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto e Senior Trader no Banco Carregosa desde Janeiro de 2006.