

3

As Agências de *Rating*

A Moody's Investor Service e a Standard & Poor's dominam a indústria de *ratings*, com aproximadamente 80% de participação de mercado. Uma outra agência, a Fitch IBCA, resultado da fusão entre a Fitch e a Duff & Phelps, tem obtido sucesso junto ao nicho preocupado em obter uma terceira opinião.

Estas agências têm como objetivo principal o estabelecimento de um *rating* de crédito para empresas, instituições financeiras, operações específicas, e países, dentre outros, cujo papel fundamental é o de ajudar indivíduos e instituições em todo o mundo a tomarem melhores decisões financeiras e com maior confiança. Podemos afirmar que os *ratings* têm por propósito fornecer uma opinião especializada sobre o perfil de crédito dos avaliados, procurando observar a capacidade e também a “disposição” (*willingness*) em cumprir as obrigações. Dentre os vários *ratings* emitidos por estas agências, um deles refere-se à variável independente desta pesquisa – o chamado *rating* soberano, que pode ser definido como uma nota dada pelas agências de risco às obrigações do governo central de um país. O risco soberano² tende a representar um teto para os *ratings* das empresas do país principalmente pela possibilidade do governo impedir fluxos de pagamento ao exterior, sendo este teto especialmente restritivo em países onde o *rating* soberano é baixo, como é o caso do Brasil.

É importante ressaltar que os *ratings* soberanos referem-se somente a capacidade e disposição do governo central honrar suas dívidas com credores privados. São, portanto, uma estimativa do risco soberano e não se referem aos créditos bilaterais e de instituições multilaterais como o Banco Mundial e o Fundo Monetário

¹ Risco soberano e risco país, embora fortemente relacionados, dizem respeito a objetos distintos. “O risco-país é um conceito mais abrangente que se reporta, para além do risco soberano, ao risco de inadimplência dos demais credores residentes em um país associado a fatores que podem estar sob o controle dos governos, mas não estão sob o controle das empresas privadas ou dos indivíduos”. (Canuto e Santos, 2003).

Internacional (Bhatia, 2002) ou diretamente à probabilidade de inadimplência dos governos subnacionais, empresas estatais ou privadas (Canuto e Santos, 2003).

Os *ratings* soberanos são importantes porque, além de determinarem a clientela possível de um ativo de um país, afetam diretamente o preço destes ativos. Quando os *ratings* das agências são usados como referência ao risco de crédito, tendem a se refletir nos preços dos ativos e nos prêmios cobrados pelos riscos.

Os *ratings* são expressos por códigos ou conjuntos de letra, cada código representando um grupo cujas características gerais de crédito são semelhantes. Embora cada agência especializada apresente diferentes códigos para seus *ratings*, eles são muito semelhantes entre si, como pode ser visto na tabela III a seguir, classificados em grau decrescente, ou seja, o primeiro na escala representa o melhor *rating* atribuível.

Além disso, as classificações de *rating* estão divididas em dois grandes grupos: o chamado “*investment grade*” ou “categoria de investimento” e os chamados “*non-investment grade*” ou “categoria especulativa”, o que também pode ser observado na Tabela III. O primeiro grupo refere-se a investimentos considerados de baixo risco de crédito, geralmente aceitos por investidores institucionais, sendo a classificação “AAA” ou “Aaa” atribuídas apenas àqueles países caracterizados como tendo a mais alta margem de segurança. O segundo grupo refere-se a investimentos com risco de crédito substancial, mais arriscados e que, portanto, exigem maior retorno.

TABELA III – ESCALAS DE RATINGS

	Moody's	S&P	Fitch/BCA
<i>Investment Grade</i>	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baaa3	BBB-	BBB-
	Ba1	BB+	BB+
<i>Non-Investment Grade</i>	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	CC
	Caa3	CCC-	C
	Ca	CC	DDD
	C	SD	DD
		D	D

Fonte: Bhatia, 2002.

As agências especializadas possuem metodologia definida para o cálculo de cada tipo de *rating* (os quais são muito similares entre elas), sendo utilizados não só processos objetivos, mas também informações subjetivas e não disponíveis ao público. Desta forma, o *rating* atribuído pela agência tem um certo grau de subjetividade, que reflete não só os cálculos econométricos utilizados pelas mesmas, como também sua opinião sobre a qualidade de crédito do emissor, como o define a Moody's como “uma opinião sobre a capacidade futura e a responsabilidade jurídica de um emitente de efetuar, dentro do prazo, pagamento do principal e dos juros de suas obrigações”. Mais ainda, as agências enfatizam que seu *ratings* não são, de forma alguma, uma recomendação de compra, venda ou manutenção de alguma posição financeira, embora tenham o propósito de, entre vários outros fatores, de vir eventualmente a

influençar decisões de investimento. Assim, a atribuição de um *rating* não é um cálculo exato e, portanto, está passível a divergência de opiniões e falhas, como os problemas ocorridos em 1997, quando os países envolvidos na crise asiática gozavam de bons *ratings* semanas antes da crise. Kuhner (2000) destaca, ainda, que perdas ocasionadas por *ratings* atribuídos erroneamente não são passíveis de indenização, embora Cantor & Packer (1995) reportem dois casos de ações legais contra agências de *ratings*, porém ambos sem sucesso.

As agências especializadas afirmam que seus *ratings* são atribuídos tomando como base um horizonte futuro de longo prazo, e embora a capacidade de pagamentos de um país seja inevitavelmente afetada por fatores cíclicos e de curto prazo, um período de recessão ou de euforia não é, por si só, motivo de rebaixamento ou aumento de um *rating* atribuído. Ao contrário, assim como a qualidade de crédito e as condições macroeconômicas do avaliado não são variáveis fixas, um *rating* atribuído pode ser alterado a qualquer momento de forma a refletir estas mudanças e melhor espelhar os fundamentos econômicos ou políticos de um país. Como consequência, os *ratings* atribuídos são relativamente estáveis, sofrendo poucas alterações ao longo tempo. Além disso, apesar de qualquer *rating* estar passível de alterações, estas são normalmente mais frequentes nas classificações inferiores, onde a qualidade do crédito é mais frágil.

3.1

Metodologia Utilizada pelas Agências de *Ratings*

Apesar das agências especializadas divulgarem quais os fatores utilizados para a atribuição de seus *ratings*, nenhuma delas divulga o peso que é dado a cada um deles. Além disso, como as agências devem julgar não só a capacidade de pagar, como também a disposição, isso inevitavelmente introduz informações qualitativas e subjetivas, como estabilidade governamental e consenso político no país. São adotados então diversos procedimentos analíticos multidisciplinares, que são então

ponderados pelos grupos de analistas e comitês internos de risco para a aferição do *rating*. Desta forma, todas enfatizam que não existe uma fórmula pré-estabelecida para a combinação de todos os fatores considerados. Alguns estudos, entretanto, buscaram identificar quais os fatores que historicamente vem recebendo mais peso pelas agências de risco, como Cantor & Paker (1996) e Kraussl (2000). Além disso, Bhatia (2002) destaca que várias melhorias nos critérios utilizados pelas mesmas vêm sendo realizadas após a crise asiática de 1997, gerando como resultado um número menor de falhas³ por parte das mesmas. A tabela IV abaixo sintetiza as oito categorias de fatores que influenciam na atribuição de um *rating* soberano, segundo a Standard & Poors.

TABELA IV – FATORES UTILIZADOS NA ATRIBUIÇÃO DE RATINGS SOBERANOS

Risco Político
Forma de Governo e adaptabilidade das instituições políticas Extensão da participação da população Sucessão das principais lideranças políticas Grau de consenso nas decisões políticas e econômicas Grau de integração e globalização dos sistemas financeiros.
Renda e Estrutura Econômica
Padrão de vida e distribuição da riqueza; Economia de mercado ou economia centralizada Dotação de recursos e grau de diversificação
Perspectiva de Crescimento Econômico
Tamanho e composição da poupança e dos investimentos Taxa e padrão de crescimento econômico
Flexibilidade Fiscal
Custos operacionais e orçamento do governo Competitividade e flexibilidade de crescimento dos impostos Pressão de gastos
Ônus da Dívida Pública
Ativos financeiros do governo Dívida pública e despesas de juros Estrutura da dívida pública Passivo previdenciário

³ Bhatia (2002) define as “falhas” das agências de *ratings* como uma mudança de *rating* de 3 ou mais graus na escala no período inferior a 1 ano.

TABELA IV (Continuação) – FATORES UTILIZADOS NA ATRIBUIÇÃO DE RATINGS

Estabilidade de Preços
Tendências inflacionárias; Taxas de juros e política de crédito; Política cambial; Grau de autonomia do Banco Central.
Flexibilidade do Balanço de Pagamentos
Impacto das políticas fiscal e monetária nas contas externas; Estrutura da conta-corrente; Composição do fluxo de capitais.
Dívida Externa e Liquidez
Tamanho e composição da dívida externa pública; Importância dos bancos e outras entidades públicas e privadas no passivo duvidoso soberano; Perfil de vencimento da dívida e ônus do serviço da dívida; Nível e composição das reservas e outros ativos externos do governo.

Fonte: S&P

Apesar de se utilizarem de critérios bastante semelhantes para a atribuição de seus *ratings*, não é raro encontrar diferenças entre as classificações destas duas agências, principalmente quando se referem à categoria “*non-investment grade*”. Segundo Cantor & Paker (1995), analisando os *ratings* emitidos pela S&P e Moody’s em setembro de 1995, apenas 67% dos *ratings* soberanos na categoria AA/Aa ou acima tinham a mesma classificação por ambas as agências, enquanto esse número caía para 56% nas outras classificações de *investment grade* e apenas 29% nas classificações consideradas *non-investment grade*. No entanto, com tantas variáveis qualitativas a serem consideradas para se estabelecer a melhor medida para o risco de crédito, não é de se surpreender que diferenças possam acontecer entre as agências.

3.2

Histórico dos *Ratings* Soberanos

Apesar do primeiro *rating* a se ter conhecimento preceder à Primeira Guerra Mundial, percebe-se que a demanda pelos chamados *ratings* soberanos cresceu muito na última década. Até 1985, por exemplo, apenas quatorze países possuíam um *rating* soberano emitido pela Moody's. Mas foi a partir de meados da década de 80, com a expansão do mercado internacional impulsionada pela globalização e pelo Plano Brady que o mercado de *ratings* soberanos ganhou impulso. Já nos anos 90, o crescimento deste mercado tornou-se ainda mais acelerado, à medida que mais e mais países entravam no mercado internacional. A esta altura, ter um *rating* soberano passou a ser um pré-requisito para o acesso ao mercado financeiro internacional, e muitas instituições financeiras passaram a definir um *rating* mínimo aceitável para seus investimentos. Em 1991, já havia sessenta e cinco países com *rating* soberano e atualmente, este número já ultrapassou a cem unidades.

Os últimos anos foram também marcados por sucessivas crises, e por conseqüentes rebaixamentos de *ratings*, tais como a crise mexicana em 1994, a asiática de 1997, a da Rússia em 1998, a desvalorização da moeda brasileira em 1999, o *default* argentino em 2001, além de sucessivos problemas no Japão e Turquia. Ao mesmo tempo, países que implementaram com sucesso reformas fiscais e estruturais tiveram seus *ratings* aumentados, tais como a Grécia, Irlanda e até o México após a crise. Desta forma, percebemos que o *rating* soberano está longe de ser uma variável estática; pelo contrário, alterações para maior ou menor são cada vez mais freqüentes.

Ainda assim, os *ratings* soberanos tendem a ter um certo grau de estabilidade: segundo a Moody's (2003), 87% dos *ratings* soberanos atribuídos não sofrem alteração no horizonte de um ano. Mais ainda, variações superiores a um grau na escala no período anterior a um ano são extremamente raras. Segundo Jüttner e McCarthy (2000), de todos os *ratings* soberanos emitidos pela Moody's e Standard & Poors, apenas em quatorze ocasiões, envolvendo oito países, os *ratings* soberanos

sofreram mais de três alterações num período inferior a um ano, o que os autores classificaram como “*ratings crisis*”. É interessante notar que destas quatorze ocasiões, apenas uma ocorreu anteriormente à crise asiática, e todas, com a exceção da Coreia do Sul, aconteceram em países classificados como “economias emergentes”. A tabela V abaixo reporta os quatorze casos descritos por Jüttner e McCarthy (2000).

TABELA V – RATINGS CRISIS

País	Ano da Crise	Agência	De:	Para:	Graus na Escala:
Rússia	1998	Moody's	Baa2	B3	4
Rússia	1998	S&P	BB-	CCC-	5
Romênia	1998	Moody's	Ba3	B3	3
Romênia	1998	S&P	BB-	B-	3
Venezuela	1998	Moody's	Baa2	B2	3
Malásia	1998	Moody's	A2	Baa3	3
Malásia	1998	S&P	A	BBB-	4
Coreia do Sul	1997 / 1998	S&P	AA-	BB+	8
Coreia do Sul	1997 / 1998	Moody's	A1	Ba1	5
Tailândia	1997 / 1998	Moody's	A2	Ba1	5
Tailândia	1997 / 1998	S&P	A	BBB-	4
Indonésia	1997 / 1998	S&P	BBB	CCC+	8
Indonésia	1997 / 1998	Moody's	Ba1	B3	5
México	1995	Moody's	Baa1	Ba2	4

Fonte: Juttner e McCarthy, 2000.

Diante de tantas crises, o papel das agências especializadas foi colocado em questão. Severas críticas vêm sendo feitas a estas agências no sentido de que as mesmas apenas reagem a acontecimentos já amplamente conhecidos pelo mercado, sem, contudo antevê-los. Em alguns casos, como a Crise do México de 1994, as agências *de ratings* não só não anteviram a crise, como a Standard & Poors ainda mantinha a “perspectiva positiva” do *rating* soberano do México, então apenas um nível inferior ao considerado “*investment grade*” (Reisen & Von Maltzan, 1998). Durante a crise asiática, apenas de julho de 1997 a novembro de 1998, os *ratings* soberanos de vários países envolvidos na crise foram rebaixados em até oito graus na escala, conforme Tabela V acima.

Com a crise asiática, tornou-se óbvia a existência de diversas falhas no processo de atribuição de um *rating* soberano. Como exemplo, o Fundo Monetário Internacional, em seu relatório anual de 1999, criticou a fragilidade dos métodos estatísticos utilizados e a necessidade de melhoras significativas nas técnicas e cenários de estresse.

O argumento de defesa utilizado pelas agências de *rating* foi que os sucessivos rebaixamentos ocorridos foram uma resposta ao que chamaram de “novas e relevantes informações”, como as turbulências políticas que estavam ocorrendo nestes países e que tornaram a possibilidade de *default* maior do que anteriormente à crise. Como essas informações não eram conhecidas anteriormente à crises, as mesmas não tinham como ser consideradas na aferição dos *ratings*.

Assim, com a expansão do mercado de *ratings* soberanos a partir da década de 80, e as sucessivas turbulências macroeconômicas, as agências especializadas foram obrigadas a refinar cada vez mais as suas metodologias. Além do aumento ou rebaixamento de um *rating*, as agências passaram a divulgar ainda o chamado *outlook* ou *watches*, que podem ser positivo, negativo ou neutro, a fim de permitir ao mercado uma visão da expectativa da agência em relação ao comportamento futuro do *rating*, explicitando qual a possível direção de uma mudança num horizonte próximo. Não há, porém, nenhuma obrigação de mudança de *rating* na direção sinalizada nem um prazo máximo para que o *outlook/watchlist* se confirme⁴.

Não obstante as críticas e limitações da avaliação de risco soberano, e embora os *ratings* ainda não ocupem no Brasil o mesmo espaço que em países com mercados de capitais mais desenvolvidos, é cada vez mais crescente a sua utilização. As principais agências internacionais e algumas nacionais independentes ou associadas (como a Atlantic Rating, SR Rating e Austin Asis) já apresentam um histórico razoável de atividades. No entanto, no Brasil, infelizmente, ainda existem poucos estudos nesse

⁴ S&P (1999) afirma que cerca de dois terços de seus *outlooks* relativos a seus *ratings* soberanos em 31 de Dezembro de 1999 resultaram em mudança do *rating* para a direção sinalizada.

campo, muito porque nosso histórico de *ratings* soberanos é ainda bastante pequeno, conforme apresentado nas Tabela VI e VII a seguir:

TABELA VI – HISTÓRICO DOS RATINGS SOBERANOS DO BRASIL

Data	Ação	Rating Soberano - Moeda Estrangeira
18-nov-86	1o. Rating emitido	Ba1
31-mar-89	<i>Downgraded</i>	B2
5-out-94	Review for Upgrade	B2
30-nov-94	<i>Upgraded</i>	B1
8-jun-98	<i>Negative Outlook</i>	B1
3-set-98	<i>Downgraded</i>	B2
17-ago-00	Review for Upgrade	B2
16-out-00	<i>Upgraded</i>	B1
27-fev-02	<i>Positive Outlook</i>	B1
4-jun-02	<i>Stable Outlook</i>	B1
20-jun-02	<i>Negative Outlook</i>	B1
12-ago-02	<i>Downgrade</i>	B2

Fonte: Moody's

TABELA VI – HISTÓRICO DOS RATINGS SOBERANOS DO BRASIL

Data	Rating Soberano - Moeda Estrangeira
Data	Long Term⁵/Outlook
1-dez-94	B/positive
18-jul-95	B+/stable
20-dez-95	B+/positive
19-jun-96	B+/positive
2-abr-97	BB-/stable
10-set-98	BB-/negative
14-jan-99	B+/negative
9-nov-99	B+/stable
29-fev-00	B+/positive
3-jan-01	BB-/stable
9-ago-01	BB-/negative
2-jul-02	B+/negative
29-abr-03	B+/stable

Fonte: Standard & Poors

⁵ A primeira divisão que deve ser feita é entre *ratings* de curto e longo prazos, ressaltando que as notas podem se referir a um país em relação a suas obrigações de curto ou longo prazo. Para o estudo em questão, são utilizados os *ratings* soberanos de longo prazo.

A importância dos *ratings* soberanos deve ainda aumentar nos próximos anos, principalmente ao nível de “*low-speculative grade*”. Em 2002, por exemplo, os Estados Unidos patrocinaram os *ratings* soberanos de vinte países da África.