

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA



Guilherme da Silva

Professora Orientadora: Maryse Farhi

O Papel Pró-Cíclico das Agências de Rating

Campinas
2013

Guilherme da Silva

O Papel Pró-Cíclico das Agências de Rating

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à Graduação do Instituto de
Economia da Universidade Estadual de
Campinas para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas sob
orientação da Profª Drª Maryse Farhi.

Campinas

2013

Agradecimentos

O resultado final dessa monografia não é mais do que uma proxy do que aprendi, vivi e me transformei enquanto cursava a graduação no Instituto de Economia. Aproveitei esse longo trajeto ao lado de pessoas-chave, que serão lembradas de maneira breve, como tudo o que consigo escrever, nessa nota de agradecimento. A importância de todos os mencionados com certeza vai ser subestimada.

Mas, acreditem, sem eles não existiria o trajeto.

Agradeço a professora Maryse Farhi, minha orientadora, pela paciência e pelas críticas sempre construtivas (e muito rápidas!), além dos três semestres de aulas, que abordaram desde a realidade áspera da economia brasileira atual até a quase irrealdade e invisibilidade das operações financeiras contemporâneas.

Aos professores do Instituto com quem pude cursar matérias por ajudarem a montar o caleidoscópio do entendimento do capitalismo que nos cerca.

Aos funcionários da biblioteca, Clayton, Miriam e Kelly, sempre simpáticos e que me ajudaram muitas vezes, nem que fosse com uma conversa num ponto de ônibus. Ao pessoal do xerox, Daniel e Alemão, que tornaram viável o acompanhamento dos primeiros anos do curso. Ao pessoal da cantina, principalmente o Sérgio, sentado conversando em um posto de gasolina comigo numa tarde memorável de sol.

A meus pais e minha irmã (mesmo em outro hemisfério), presentes durante todo o caminho, que dão sentido à complexidade da vida (que nem de longe tem relação com a economia) e que sempre mostraram qual o caminho correto a se seguir, com alegria mesmo durante os períodos mais obscuros.

A minha família na Catalunha (Isa, Montse, Aura, Antonio, Arturo, Maribel, Lara, Alba...) pela hospitalidade e amor todas as vezes que consegui voltar a ver o Mar Mediterrâneo.

Ao pessoal de casa, Thomas e Robinson, pelas conversas infinitas sobre todos os temas imagináveis, pelas músicas ouvidas juntos, jantas improvisadas e loucura cotidiana em geral. Aos grandes amigos feitos logo no começo da graduação (André, Daniel, Martin, Marcela, Jéssica, Japonês, Anna Carla, Gustavo, Arthur, Waldécio, Pedro Lucas) com quem dividi e dividirei momentos importantes da vida. Aos Hipsters e Yuppies, futuro da nação brasileira, em especial ao senhor Rafael Gava, pela anarquia com nutella em Firenze.

I love you all fellas!

A todos os companheiros na grande aventura de gerir nossa empresa júnior, a ECONOMICA, por mais de três anos, em especial à Isabelle, que salvava o mundo pelo menos uma vez por semana. Aos que participaram comigo da organização de três edições da Semana da Economia, em especial à Luciana, minha compatriota favorita. Aos amigos da organização dos Fóruns de Empreendedorismo e do Conselho do Núcleo. Aos bixos e bixetes que me fizeram entender como é ampla a variedade de pessoas interessantes sobre a Terra.

Aos amigos sorocabanos de toda a vida e para além dela, Vinícius, Mullett, Érica, Amaral, Rubens, Bruno, Rodrigo, Trevisan, Duda e seus robôs. À Gabriele e seu amor. Às futuras economistas Betty, Bia, Carol e Laíssa, por me darem esperança sobre o futuro de nossa estranha profissão.

A Neil Gaiman e Jorge Luis Borges pelos sonhos. A Mike Mignola e Roberto Bolaño pelas noites e mais noites de pesadelos.

Campinas

2013

DA SILVA, Guilherme. **O Papel Pró-Cíclico das Agências de Rating**. 2013. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2013.

RESUMO

As agências de classificação de risco de crédito, conhecidas como agências de rating, tiveram papel relevante em diversas crises recentes, principalmente a partir da crise asiática na segunda metade da década de 1990. Sua atuação foi alvo de severas críticas tanto por não darem sinais para o mercado de que ocorreria a crise financeira nos Estados Unidos a partir de 2008 quanto por sua orientação conservadora após sua deflagração, principalmente em relação aos países do sul da União Europeia. Esse trabalho buscará compreender por que a atuação das agências de rating possui um caráter pró-cíclico. Para isso, irá apresentar as origens históricas dessas empresas e dos marcos regulatórios que estão ligadas, um detalhamento da atuação delas em crises contemporâneas e diversos pontos de vista sobre os pontos problemáticos de sua atuação. Concluirá que esse caráter pró-cíclico vem da ineficácia em realizar a classificação de risco com informações que não estejam disponíveis ao público previamente, o que é amplificado pela organização do mercado de ratings em forma de oligopólio, com vários conflitos de interesses, e sua relação com os Acordos de Basileia e estatutos de investidores institucionais.

Palavras-Chaves:

Agências de rating. Crises financeiras. Acordos de Basileia.

ABSTRACT

The credit rating agencies have had an important role in several recent crises, mainly since the Asian crisis in the second half of the 1990s. Their performance were widely criticized for both not giving signals to the market that the financial crisis would occur in the United States since 2008 and for their conservative bias after its outbreak, especially in relation to the southern countries of the European Union. This paper aims to understand why the role of the rating agencies has a pro-cyclical character. With this objective, it will present the origins of these companies, the regulatory frameworks to which they are linked, a breakdown of their performances in contemporary crises and different points of view on this question. It concludes that this pro-cyclical character comes from inefficiency in assessing risk with information not previously available to the public, which is amplified by the organization of the market in the form of ratings oligopoly with numerous conflicts of interest, and their relationship with the Basel Accords and statutes of institutional investors.

Key Words:

Credit rating agencies. Financial crisis. Basel II.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO:	8
1. CAPÍTULO 1: Formação Histórica das Agências de Rating	10
1.1. O que é uma agência de rating?.....	10
1.2. Como surgiram?.....	11
1.3. Como se legitimaram?.....	15
1.4. A crise financeira de 1974.....	18
2. CAPÍTULO 2: Crises Contemporâneas	21
2.1. O milagre do Sudeste Asiático.....	21
2.1.1. Crise de confiança.....	23
2.2. Crise subprime norte-americana.....	26
2.3. A crise das dívidas públicas europeias.....	31
3. CAPÍTULO 3: O Caráter Pró-Cíclico das Agências de Rating	36
3.1. Minsky e a instabilidade financeira.....	37
3.2. Acordos de Basileia.....	39
3.3. NRSRO, monopólio norte-americano e conflito de interesses.....	40
3.4. Agências de rating como espelho do mercado.....	43
4. CONCLUSÃO	46
5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	48

Introdução

The U.S. can destroy a country by leveling it with bombs;
Moody's can destroy a country by downgrading its bonds.

(Thomas Friedman, 1995)

As agências de rating tiveram um papel decisivo nas grandes crises financeiras que ocorreram globalmente nas últimas duas décadas, pelo menos desde a que afligiu os países do sudeste asiático na segunda metade da década de 1990. O grande destaque midiático das suas atividades, porém, veio principalmente após a deflagração da grave crise iniciada nos Estados Unidos, relacionada a problemas na relação do setor financeiro com o setor imobiliário e que se espalhou rapidamente para outras economias, atingindo duramente os governos do sul da Europa a partir de 2010.

Na busca de culpados pelo quadro recessivo que se estendeu por todo o mundo, as agências de rating rapidamente apareceram como fortes candidatos a causadores da crise, junto aos bancos de investimento e as financiadoras de imóveis. Supostamente deveriam ter alertado aos investidores e ao público em geral sobre as debilidades dos bancos e outras empresas que chegaram a falir ou ser estatizados, além de mostrar os riscos envolvendo os ativos baseados no crédito imobiliário.

As agências de rating também se notabilizaram pela sua atuação após a deflagração da crise, com rebaixamentos sucessivos e rápidos na classificação de risco de muitas firmas e principalmente de títulos de dívida pública de países afetados de forma mais profunda pela crise no setor bancário, como a Grécia, Irlanda e a Espanha.

Sua atuação passou a ser intensamente criticada por autoridades governamentais europeias e até mesmo norte-americanas em 2011, após uma das principais agências de rating, Standard & Poor's, rebaixar a classificação dos títulos da dívida pública norte-americana, no geral considerados pelo setor financeiro como os títulos de menor risco possível.

Economistas e comentaristas como Paul Krugman (2011) também reagiram aos rebaixamentos generalizados, afirmando que a atuação das agências não estava colaborando para informar aos agentes sobre os riscos de crédito dos títulos, mas sim colaborando para que a crise se estendesse e se tornasse cada vez mais grave, aumentando o pânico e a indecisão dos principais agentes do mercado. Os principais mecanismos que ligam as agências de rating à crise econômica porém não ficam claros quando expostos de forma simples em comentários

e através dos meios de comunicação através de condenações pelos excessos anteriores a 2008 e a extrema austeridade e conservadorismo que vieram depois da quebra do banco Lehman Brothers.

Essa monografia pretende compreender por que a atuação das agências de rating possui um caráter pró-cíclico, ou seja, colabora com a euforia em momentos de crescimento e em momentos de crises aprofunda o quadro recessivo. Para isso, o texto foi dividido em três capítulos.

O primeiro deles tratará da formação história das agências, abordando a origem desse tipo de firma no começo do século XX e as legislações da Grande Depressão e da década de 1970 que as transformaram de empresas relacionadas ao jornalismo econômico para importantes peças do sistema financeiro internacional.

O segundo capítulo mostrará a atuação das agências de rating durante a formação e após a eclosão das principais crises financeiras ocorridas nas últimas décadas, a crise asiática iniciada em 1997 e a crise financeira iniciada nos Estados Unidos em 2007 e que espalhou-se notavelmente nos integrantes com mais fragilidade da União Europeia.

O terceiro apresentará diversos autores discutindo sobre o caráter pró-cíclico das atividades de classificação de risco. Primeiramente, será mostrada a visão de Minsky sobre o ciclo que caracteriza o capitalismo financeiro e o papel das agências dentro do seu pensamento. Depois, utilizando diferentes tipos de argumentações, como estudos econométricos, o caráter monopolístico do mercado de ratings, conflito de interesses, questões institucionais e estudos históricos de desempenho, serão mostradas possíveis explicações sobre o efeito das agências de rating na dinâmica do mercado.

A principal contribuição do texto será sintetizar em língua portuguesa uma variedade de argumentos relacionados a classificação de risco que no geral estão dispersos na literatura, além de tentar elucidar questões sobre o papel das agências de rating no capitalismo contemporâneo.

1. Formação Histórica das Agências de Rating¹

1.1. O que é uma agência de rating?

Na segunda metade do século XIX houve um grande crescimento e aumento da complexidade do sistema financeiro na Europa e nos Estados Unidos (particularmente na Inglaterra), devido à necessidade de obtenção de novas fontes de crédito, à proliferação de sociedades anônimas relacionadas às novas indústrias e à expansão ferroviária, além de novas possibilidades de especulação e ganho financeiro puro, sem relação com formas de produção.

O crescimento do mercado de capitais (onde se negociavam ações e títulos portadores de juros emitidos por corporações) trouxe novas necessidades quanto à disponibilidade de informação para a tomada de decisões de investimento financeiro, visando diminuir a assimetria de sua distribuição entre os agentes, ou seja, todos deveriam poder decidir sobre uma mesma base de conhecimento.

Já nesse período observava-se um volume descomunal de informações disponíveis convivendo com situações em que os agentes as possuíam de forma escassa sobre as entidades que estavam realizando a captação de recursos, como no caso de abertura de empresas e dívidas corporativas públicas.

Para resolver esse dilema, uma das principais soluções vinda do mercado foi a criação, no início do século XX, de serviços especializados em realizar análises qualitativas dos diversos produtos financeiros, provendo informações sobre sua situação financeira, relativamente padronizadas e facilmente utilizáveis pelos agentes em suas decisões (CINTRA; FARHI, 2002, p. 764-765).

As empresas que oferecem esse tipo de serviços foram denominadas agências de rating (ou agências de classificação de riscos). Elas atualmente avaliam a solvência e o risco de crédito de diversos tipos de títulos de dívidas oferecidos em mercados abertos por organizações como empresas privadas, sociedades anônimas em geral, governos e organizações sem fins lucrativos (como títulos de dívida de universidades, por exemplo).

¹ Esse capítulo é baseado em textos de 2009 e 2010 de Flandreau, Gaillard e Packer exceto quando mencionadas outras referências.

Também avaliam o risco de crédito de produtos financeiros mais complexos, como os ativos securitizados (lastreados em outros ativos) criados majoritariamente a partir da década de 1980.

As agências de rating classificam os títulos através de uma escala de letras, a qual difere levemente entre as diversas empresas responsáveis, que representam a opinião da agência em relação à capacidade das organizações em pagar tanto o principal quanto os juros embutidos dos títulos. Essa avaliação, no geral, leva em conta as condições internas oferecidas pelas empresas (dados contábeis, previsões de introdução de inovações, relação com os credores), a conjuntura econômica relevante que pode afetar a confiança na organização e a percepção do mercado em relação a ela. Será tratada mais detalhadamente essa questão no terceiro capítulo.

É importante destacar que quase sempre são as organizações que emitem os títulos que contratam as agências de rating e pagam pela avaliação, visando dar legitimidade aos títulos para sua negociação no mercado. No caso das agências baseadas nos Estados Unidos, no geral o valor do pagamento depende do valor da emissão desses títulos, enquanto, em agências de outros países, o pagamento varia de acordo com o tipo de operação, independentemente do valor que está sendo avaliado. (CARVALHO, 2010, p. 43).

1.2. Como surgiram?

Em 1889 já existem análises qualitativas privadas semelhantes aos ratings modernos realizadas sobre títulos de governos, partindo de iniciativas bastante tímidas tanto norte-americanas quanto europeias, como a realizada pelo banco francês Crédit Lyonnais e por bancos ingleses. Essas análises iniciais são bastante restritas e dispersas no tempo, além de não serem disponíveis de forma generalizada aos agentes responsáveis pela compra dos títulos, não impactando de forma definitiva nas suas decisões (FLANDREAU; GAILLARD, PACKER, 2009, p. 31).

Até então, o que mais contava como informação qualitativa para a tomada de decisões, além do conhecimento próprio adquirido pelos agentes através da prática, era o apoio e estímulo de grandes bancos da época (como os que eram controlados pela família Rothschild

na Inglaterra, bastante envolvidos em créditos concedidos à países da periferia) a determinados investimentos, o que na prática tornava-se mais um direcionamento dos investimentos do que provisão de informações para tomada de decisão, servindo basicamente aos interesses vigentes dos grandes bancos.

Durante a segunda metade do século XIX diversas empresas americanas, editoras especializadas no mercado financeiro e em temas econômicos, organizaram publicações catalogando de forma extensiva (em imensos volumes com até mais de 1000 páginas, como o *Manual of the Railroads of the United States*, publicado em 1868 por Henry Varnum Poor) os diversos tipos de ações emitidos pela ampla gama de companhias ferroviárias que atuavam nos Estados Unidos naquele momento, majoritariamente sociedades anônimas que necessitavam obter amplos recursos emitindo ações para o ambicioso plano de expansão da malha ferroviária americana, aliadas à grande especulação sobre seus títulos, que até mesmo chegou a causar crises financeiras na última décadas do século XIX. (FLANDREAU; GAILLARD, PACKER, 2010, p. 5)

Posteriormente, várias empresas passariam a realizar esse tipo de compilação (que na época eram praticamente como um tipo de jornalismo econômico simples) e, para poderem se diferenciar da concorrência crescente, incluíram e enumeraram em seus gigantes volumes uma gama cada vez maior de títulos possíveis de serem negociados, como os de grupos industriais, serviços e dívidas públicas de países estrangeiros.

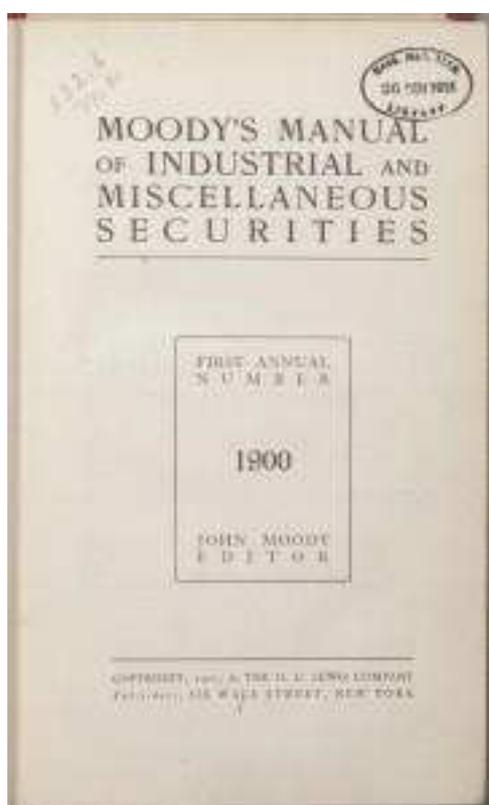
Em 1907, após medidas governamentais de limitação ao teto dos juros pago pelos títulos das empresas ferroviárias e grandes remessas de dinheiro serem enviadas para a reconstrução de São Francisco, bastante afetada por um terremoto, ocorreu um curto episódio de pânico financeiro na Bolsa de Nova York que levou a grandes perdas e que só foi contido após a intervenção dos principais banqueiros da época. Um dos muitos afetados por essa rápida crise foi John Moody, a ponto de falir e de ter que vender sua editora, uma das várias responsáveis por publicações de manuais de compilação de títulos durante as décadas anteriores.

Diante desse quadro desolador, Moody e sua equipe editorial viram a necessidade de inovar, não somente compilando as informações de forma exaustiva sobre os títulos (como informar quais eram as empresas responsáveis pela emissão e a taxa de juros oferecida), mas também realizando análises qualitativas sobre as empresas que os emitiam e sua capacidade de pagamento dos juros prometidos, classificando os títulos utilizando-se notas representadas

por um sistema de letras que era facilmente compreendido pelo público em geral e facilitava a classificação das empresas.

Assim, em 1909 foi lançado o *Manual with the Analyses of Railroad Investments*, a primeira tentativa de publicação de um manual contendo ratings para análise dos títulos, nesse caso os de um setor bastante popular para os investidores da época e que também possuía ampla informação para os editores basearem as classificações. Curiosamente, essa crise financeira de 1907, que impulsionou o setor privado a ver a necessidade de ter mais informação para as decisões e um pouco mais de controle sobre o que acontecia no setor financeiro, gerando o princípio das agências de rating, levou também ao setor público norte-americano a ver necessidades semelhantes, criando o Federal Reserve e legislações mais claras sobre o mercado em 1913, visando evitar outras crises financeiras graves. (FLANDREAU; GAILLARD, PACKER, 2010, p. 5-6)

Figura 1: Exemplo de manual da Moody's do começo do século XX



Fonte: <http://libraries.mit.edu/sites/150books/2011/02/18/1903/> Acessado em 03 de abril de 2013.

Diante do relativo sucesso desse novo tipo de publicação, outras empresas já relacionadas ao setor passaram a realizar análises semelhantes, mesmo que através de sistemas de notas ou pontuações distintos (aparentemente para que o público pudesse observar as diferenças de análise entre elas) ou até mesmo em formatos distintos (cartões contendo informações de setores específicos no lugar dos grandes livros de compilações). As empresas consideradas até hoje como as mais relevantes no setor passaram a realizar esse tipo de atividade nessa mesma época, como a Poor's em 1916 e Standard Statistics e Fitch, ambas em 1922.

Progressivamente, mais uma vez para promover a diferenciação do seu produto dentro de um setor competitivo e que lentamente se tornava popular entre os investidores, houve um aumento no número de setores analisados, com destaque para uma produção e análise maciça e exaustiva por parte da Moody's (em 1929, por exemplo, seu manual listava e analisava 115 dos 116 títulos e produtos financeiros disponíveis na Bolsa de Nova York), empresa pioneira em criar publicações específicas para cada setor (como seus manuais sobre os títulos de dívida pública municipal, um mercado bem pouco desenvolvido antes da publicação da primeira edição em 1918) no lugar de grandes volumes genéricos (FLANDREAU; GAILLARD, PACKER, 2010, p. 6).

Foi também a primeira em criar uma espécie de informe, semelhante a uma revista, para atualização mais rápida de seus clientes. Acompanhando a grande expansão do mercado financeiro durante a década de 1920, as publicações contendo atualizações de ratings e de títulos analisados começaram com uma periodicidade semanal, posteriormente chegando a serem publicações diárias. Durante a década de 1920 a Moody's iniciou sua expansão internacional, ao passar a realizar classificações de títulos no mercado financeiro da Inglaterra, no qual haviam muitos fundos de investimento norte-americanos envolvidos, em parte pela grande euforia expansionista do setor financeiro norte-americano.

Devido ao alto preço para aquisição de seus grandes manuais e publicações semelhantes, além da assinatura de seus produtos de maior periodicidade para atualizações recorrentes de posição, as empresas responsáveis pela classificação de risco de crédito, já conhecidas na segunda metade da década de 1920 definitivamente como agências de rating (perdendo parte de seus elos com o setor editorial e jornalístico), foram consideradas relevantes durante esse período para os grandes fundos de investimento que podiam pagar por

essas informações, não estendendo sua influência para os pequenos investidores, bastante presentes no crescimento do setor financeiro norte-americano durante o “boom” de liquidez da década de 1920, que nesse caso eram influenciados somente de forma indireta através da atuação dos agentes mais relevantes que dispunham desse tipo de publicação para tomar decisões e eram copiados ou pelo menos utilizados para saber qual a posição do mercado (FLANDREAU; GAILLARD, PACKER, 2009, p. 5).

Muitos dos grandes fundos de investimento utilizavam as publicações das agências de rating não tanto como um norte para tomar suas decisões como seria esperado normalmente, mas sim como uma forma de mostrar a seus clientes que suas decisões de investimento e alocação de recursos possuíam um bom embasamento e não apresentavam riscos graves de crédito, formando-se um portfólio com suposta solidez.

As principais agências de rating, por sua vez, contratavam economistas famosos e professores universitários de instituições com prestígio para supostamente colaborar na elaboração de suas análises, visando tanto dar credibilidade “científica” a suas publicações quanto publicidade a seu trabalho, já que algumas possuíam relativamente pouca experiência na classificação dos títulos, como as empresas que entraram somente em 1922 nesse segmento do mercado, que anteriormente tinham tido experiências principalmente com a catalogação dos diversos títulos, sem realizar qualquer tipo de considerações qualitativas sobre o que estavam expondo.

1.3. Como se legitimaram?

Durante toda a década de 1920 a importância das principais agências de rating cresceu paralelamente com o crescimento sem paralelos na época do mercado financeiro doméstico norte-americano, envolvendo uma parcela significativa da sociedade nesse crescimento, através do grande número de bancos no país ou estimulando a população em investir seu salário deixando-o em fundos de investimento. Esse crescimento das atividades financeiras também teve um impacto global, levando recursos de forma relevante a várias outros países, através da aquisição de títulos de dívida pública, que garantia até 1928 juros consideráveis nos países periféricos, e até mesmo de títulos de empresas, como as exportadoras de commodities na América ou grupos industriais alemães (MAZZUCHELLI, 2009, p. 21).

Como vimos anteriormente, existem evidências que os grandes fundos de investimentos e investidores institucionais relevantes utilizavam os produtos relacionados às agências de rating. Porém, seu papel, longe do grande poder de interferência acumulado atualmente e que será discutido nos próximos capítulos, era no máximo o de apoio às decisões, não de definidor delas, exercendo uma função ainda marginal dentro do sistema financeiro.

No ano de 1929, na eminência do grande Crash que se seguiria em outubro, os ratings oferecidos pelas agências já davam sinais para o mercado de que as empresas em geral nos Estados Unidos estavam sofrendo uma variedade de problemas, principalmente devido ao desaquecimento da demanda por vários produtos e por várias matérias-primas. Empresas que nos anos posteriores acabariam por decretar sua falência haviam apresentado baixas nos ratings, mesmo que não fossem considerados títulos “lixo” ou semelhantes (ou seja, títulos que fossem constatados que os emissores não teriam como pagar nem os juros nem o principal), e uma minoria seguia com sua classificação considerada elevada.

Durante a década de 1930, porém, será observado um grande aumento na relevância do uso de ratings devido a mudanças na legislação decorrentes do agravamento generalizado da crise financeira e produtiva que já tinha deixado de ser um problema somente com a Bolsa de Nova York e tornado-se um problema global.

Em setembro de 1931, com a piora na situação financeira e política alemã, além da desvalorização e conseqüente corrida para a libra, o Departamento do Tesouro americano estabeleceu que os títulos do governo norte-americano, em todas suas esferas (federal, estadual e municipal) e todos os outros títulos que estivessem em alguma das quatro categorias superiores de rating, seriam considerados os valores de face nos balanços dos bancos, enquanto os títulos que não se encaixassem nas categorias de melhor classificação deveriam ser marcados a mercado. Essa medida foi tomada visando evitar uma deterioração ainda maior no balanço dos bancos que não tinham sido fechados e dar credibilidade aos títulos de dívida pública e a títulos que ainda fossem considerados seguros, evitando uma paralisação ainda maior de negociações.

Essa legislação inicial envolvendo o uso de ratings ainda pode ser considerada bastante vaga e frouxa, já que não determinava quais agências de rating possuíam avaliações consideradas confiáveis, podendo haver disparidades entre as diversas avaliações de um título e usar-se a nota considerada mais alta para mantê-lo em negociação entre os bancos e

empresas. Também, a legislação era mais branda que os próprios critérios das agências de rating sobre o que seriam considerados títulos seguros, no geral aqueles classificados entre as três melhores categorias, não as quatro superiores. De qualquer forma, essa mudança legal foi suficiente para abrir novas possibilidades para o uso dos ratings além de simples mecanismo de auxílio na tomada de decisões, tornando-se na verdade um novo condicionante para as possíveis decisões. (FLANDREAU; GAILLARD; PACKER, 2009, p. 6-7)

Em 1936, após o surgimento nos anos anteriores de diversas leis na esteira da aprovada em 1931 envolvendo o setor bancário sob supervisão e as agências de rating, o Departamento do Tesouro norte-americano criou um novo conjunto de leis que impediam os bancos do país a comprar títulos que fossem considerados predominantemente especulativos. Até aquele momento essa nomenclatura não era comum de ser usada em relação aos ratings e ainda não existiam regras definitivas sobre o que era considerado um título em categoria especulativa, por isso mesmo a própria lei sugeria confrontar dois manuais de agências distintas caso houvessem dúvidas sobre a classificação. Na prática, seguiram sendo considerados títulos “seguros” os que estivessem classificados dentro dos três ou quatro ratings superiores, enquanto todos os demais já eram considerados como especulativos.

Essa legislação levou a uma reação de revolta por boa parte dos bancos e das empresas que emitiam títulos para tentar se financiar em meio a crise. Desde o começo da década de 1930, principalmente a partir da legislação de 1931, houve uma grande tendência à queda da classificação de boa parte dos títulos oferecidos nos Estados Unidos. Por exemplo, em 1932, a Moody's rebaixou os ratings de aproximadamente 80% dos títulos de dívidas públicas estrangeiras, seguidos pela Standard Statistics e a Poor's que rebaixaram aproximadamente 50% desses tipo de títulos analisados por elas. Essa tendência de queda da classificação dos títulos também foi fortalecida pelo elevado número de defaults do período e pelo fato de que aproximadamente 80% deles relacionados a empresas e países que emitiram títulos na década de 1920 ocorreram entre 1931 e 1933, gerando um grave quadro de instabilidade e perspectivas negativas quanto ao futuro, de lenta reversão (FLANDREAU; GAILLARD; PACKER, 2009, p. 8).

Estima-se que metade dos títulos que eram negociados através da Bolsa de Nova York em 1936 e mais da metade do total de títulos analisados pelas agências de rating naquele momento não poderiam ser adquiridos pelos bancos e outras instituições reguladas pelo Departamento do Tesouro. Essa legislação havia sido aprovada exatamente no momento em

que vários títulos de companhias com ratings mais baixos voltavam a ter elevação em seus preços e não era do interesse do setor bancário não poder voltar a operar com esses títulos.

As associações dos bancos argumentaram que esse tipo de legislação era prejudicial às companhias menores, que ainda não possuíam ratings para os títulos emitidos por elas mas que necessitavam de formas práticas de financiamento. Também, que as agências de rating não pareciam ter tido uma performance muito superior à do mercado na formação da crise de 1929 e na deterioração geral da situação em 1931 e de que a formação dos ratings se baseava demais em fatos passados, apresentando dificuldades para incorporar rapidamente novos elementos conjunturais.

Além desses argumentos, defenderam que os ratings criavam uma falsa sensação de segurança e entendimento do mercado. Após recorrentes protestos dos banqueiros, a legislação ao fim foi abrandada e os bancos puderam considerar com um pouco mais de liberdade o que eram para eles os títulos especulativos.

A década de 1930 portanto pode ser considerada um marco inicial no uso dos produtos oferecidos pelas agências de rating para legislação e limitações à atuação do mercado financeiro ao mesmo tempo que é o marco inicial das críticas à atuação dessas empresas, com argumentos que seriam semelhantes em momentos de tensão e crises financeiras posteriores, que veremos nos próximos capítulos.

1.4. A crise financeira de 1974

Em 1974, após uma série de eventos traumáticos e de grande repercussão, houve uma grave crise financeira que afetou tanto os mercados norte-americanos quanto, de forma bastante grave, a City londrina.

No período entre 1971 e 1973 ocorreu o colapso dos Acordos de Bretton-Woods, com a conversibilidade do ouro e do dólar sendo rompida, e os governos começaram a adotar câmbios flutuantes. Somado a essa grande mudança estrutural, que afetava tanto o desempenho dos mercados quanto a própria legislação da maior parte dos países, ocorreu o aumento dos preços do petróleo pelos países-membros da OPEP, colaborando para o aumento

dos déficits em balança-comercial em quase todo o mundo e encarecendo a produção industrial em geral.

Diante desse quadro de mudanças na economia, aliadas ao pessimismo derivado das derrotas durante a Guerra do Vietnã, ao progresso tecnológico-militar da URSS na Segunda Guerra Fria e a inflação ascendente, houve um momento de reversão de expectativas em 1974, interrompendo um longo histórico positivo no índice Dow Jones e levando a uma das mais graves perdas financeiras da história nos Estados Unidos durante aproximadamente dois anos e a graves perdas em Londres, que reduziu o valor de suas operações em aproximadamente 75%.

Houve propostas de regulação na legislação do sistema financeiro na época a fim de evitar novas crises financeiras tão intensas, além de superar modelos de regulação considerados obsoletos pela nova teoria econômica que passou a se difundir. Uma das medidas promulgadas foi relativa às reservas de capital que instituições financeiras deveriam manter para evitar a contaminação de crises, cujas ideias foram resgatadas em décadas posteriores nos Acordos de Basileia.

De acordo com a medida, os bancos que tivessem títulos considerados confiáveis ou seguros (como os títulos públicos norte-americanos ou de algumas empresas) não necessitavam ter reservas de capitais tão elevadas, já que estariam supostamente numa posição mais estável mesmo quando o mercado apresentasse oscilações mais graves..

O critério utilizado para definir o que era ou não considerado seguro passou a ser avaliado através dos ratings fornecidos pelas agências de rating, mas não qualquer uma das várias disponíveis de mercado, somente as que fossem consideradas como “Nationally recognized statistical rating organization”. Para receber esse título, uma espécie de credencial governamental para prestação de seus serviços (já bastante diferentes qualitativamente dos produtos oferecidos na década de 1930 vistos anteriormente), não existiam critérios padronizados, mas sim, após um banco ou outra entidade financeira mostrar aos órgãos reguladores que o rating dos títulos no seu balanço ser considerado não especulativo, esses órgãos deveriam realizar uma análise individual baseada na aceitação e credibilidade dos ratings oferecidos pela agência de rating por parte de agentes relevantes do mercado. Se fosse considerada positiva essa “avaliação” do serviço da agência, a empresa não necessitaria de reservas maiores de capital para seguir com suas atividades (KATS; SALINAS; STEPHANOU, 2009, p.2)

Originalmente sete agências de rating haviam conseguido essa classificação especial na década de 1970, reduzindo-se esse número progressivamente, caindo para seis no meio da década de 1990 e para somente três no começo dos anos 2000 (que ficaram conhecidas como “The Big Three”, as quais controlam atualmente aproximadamente 95% do mercado). Esse número foi expandido para nove no final da década, devido a entrada de agências de outros países, como o Japão e a Inglaterra.

Esse segundo marco da legislação relacionado ao rating foi realizado no início do movimento de liberalização que atingiria as políticas públicas de países por todo o mundo e mudaria a forma como a legislação em geral trataria do sistema financeiro. Nas décadas seguintes apareceriam novos produtos financeiros, incentivados tanto por setores da academia que acreditavam na sua eficiência dentro do novo contexto econômico baseado no mercado, quanto por agências de rating que os legitimaram perante os investidores e os tornaram produtos corriqueiros.

2. Crises contemporâneas²

² A sessão 2.1. é baseada em texto de Stiglitz e Uy, 1996.

Dado o contexto da formação das agências de rating nas primeiras décadas do século passado e os principais marcos regulatórios criados nos Estados Unidos que legitimaram e disseminaram seus serviços, será analisado seu papel em três crises contemporâneas, a crise asiática da segunda metade da década de 1990, a crise financeira iniciada em 2007, cujo ponto culminante foi a quebra do banco Lehman Brothers em 2008 e as consequências do alastramento dessa crise na Europa, principalmente a partir dos pacotes de resgate ao governo grego em 2010 e o rebaixamento dos rating de títulos de dívida pública de vários países da União Europeia.

2.1. O Milagre do sudeste asiático

Na eminência de um novo padrão tecnológico entrar em vigor com a Terceira Revolução Industrial, houve um ajuste na divisão internacional do trabalho e na forma como as empresas se organizavam internamente, priorizando deixar nos países-sede os setores de desenvolvimento de produtos, inovação e tesouraria, enquanto as atividades industriais mais tradicionais, ligadas a produção propriamente dita foram deslocadas em função da baixa necessidade de mão-de-obra qualificada. Na década de 1980, houve um grande impulso para a realocação das plantas produtivas japonesas e americanas em direção a diversos países do Sudeste asiático, em busca de incentivos governamentais e mão-de-obra relativamente barata.

Esse deslocamento também levou a uma descentralização da produção, produzindo os distintos componentes dos produtos em países diferentes, gerando uma grande especialização em alguns deles. Cingapura, por exemplo, produz atualmente um terço dos semi-condutores (utilizados em equipamentos eletrônicos) do mundo num país com pouco mais de 3,5 milhões de habitantes.

Os principais países do Sudeste Asiático foram progressivamente industrializados, tornando-se desde grandes plataformas de exportação de componentes e produtos de consumo baratos com baixo valor agregado (como China, Tailândia, Malásia, Vietnã) até países que conseguiram desenvolver indústrias com produção voltada a aparelhos que utilizam alta tecnologia no seu funcionamento e na sua elaboração e até mesmo a inovações de produtos, deixando de somente adequar-se à produção de modelos ocidentais ou japoneses (como Taiwan e a Coreia, exemplo de maior sucesso).

Esse grupo bastante heterogêneo de países, que apresentaram altas taxas de crescimento por muitos anos consecutivos e conseguiram, ao mesmo tempo, construir um parque industrial sólido muito distinto das bases agrícolas tradicionais de suas economias, foi

enquadrado em várias denominações genéricas, como “Tigres Asiáticos” e “Milagre do Sudeste Asiático”.

Num artigo de 1996 para uma revista do Banco Mundial, Joseph Stiglitz, na época economista-chefe do órgão, discute quais seriam as causas desse suposto “milagre” e porque países subdesenvolvidos de outras partes do mundo não conseguiram alcançar patamares semelhantes de complexidade industrial e índices de crescimento.

O autor destaca principalmente a forma como os governos dessa região atuaram em relação ao fornecimento de crédito para o desenvolvimento industrial, realizando diversas políticas complementares ao longo dos anos. Entre essas políticas, ele expõe principalmente o estímulo à poupança, já a partir do século XIX em países como o Japão, regulação do sistema bancário visando solidificar a solvência, criação de instituições financeiras e mercados para que elas possam agir e intervenções diretas na alocação de crédito. Apesar das grandes diferenças entre a aplicação dessas políticas nos distintos países, o autor acredita que todos eles as realizaram numa direção semelhante, o que explicaria os resultados positivos.

Como consequência desse tipo de políticas durante a segunda metade do século XX os países da região conseguiram, segundo Stiglitz, manter altas taxas de poupança (através de restrição ao crédito para consumo, restrições para aplicações financeiras), criar mercados financeiros organizados de acordo com os padrões internacionais e atrativos para receberem capital vindo de outras regiões do mundo, legislação bancária que exige colaterais e inibe o excesso de crédito ao público, ao mesmo tempo que o Banco Central conseguia supervisionar de forma relativamente eficiente e sem interferências políticas, tratando de forma mais próxima com os bancos comerciais e de investimento.

Os países da região conseguiram criar bancos de investimento que possibilitavam o financiamento a longo prazo não oferecido pelos bancos comerciais tradicionais ou bancos estrangeiros, mas que ao mesmo tempo utilizavam critérios de mercado para alocar seus recursos, evitando realizar empréstimos a empresas que não trariam retorno claro – para essas empresas consideradas competitivas os governos também realizaram políticas de estímulo e competição entre elas, ao facilitar crédito por exemplo a empresas que já liderassem exportações ou investimentos e não priorizando o crédito a empresas estatais, geralmente envolvidas com problemas de conflitos de interesses, como foi feito regularmente durante o mesmo período na América Latina.

Essa combinação não-tradicional de políticas regulatórias com estímulos a criação de mercados financeiros sólidos e de baixo risco (com resultados variados) aliados a bancos que ofereciam crédito a longo prazo atrelado a metas de crescimento e de performance, junto a

questões geopolíticas de facilitação da importação de produtos desses países por parte dos Estados Unidos e do Japão contra a influência soviética e pela internacionalização de suas produções, levou ao elevado e contínuo crescimento regional e aparentemente traria bases sólidas para a continuidade do desenvolvimento produtivo e social nesses países, considerados por Stiglitz como modelos a serem seguidos pelos demais países subdesenvolvidos.

2.1.2. Crise de confiança

Em 1997, porém, esse sistema de aparente equilíbrio passou a ser contestado por diversos agentes relevantes do mercado. O governo tailandês praticava fazia anos operações para manter o câmbio fixo do baht, a moeda local, em relação a uma cesta de moedas, cujo principal componente era o dólar norte-americano. A taxa de câmbio era relativamente valorizada, mas não o suficiente para causar problemas para seu setor de exportações, colaborando para manter as taxas de inflação estáveis ao longo do tempo e facilitando um grande número de empréstimos das firmas tailandesas em dólar no exterior.

No mês de julho de 1997, após o banco central da Tailândia não socorrer uma das principais firmas do país, houve uma forte percepção do mercado (supostamente difundida pelos fundos de investimento controlados por George Soros visando uma oportunidade de especulação) de que o baht tenderia a desvalorizar-se no futuro próximo, fazendo que os investidores mudassem sua posição no mercado cambial tradicional (vendendo os bahts disponíveis em troca de dólares que se valorizariam) e no mercado de derivativos de câmbio, ajustando posições de acordo com as novas expectativas (NANTO, 1998).

O governo tailandês, por sua vez, afirmou que não ocorreria essa desvalorização e que manteriam o câmbio fixo na taxa que já estava estabelecida, pois o país possuía elevadas dívidas de curto prazo em dólar, (KREGEL, 1998, p.10). A não compatibilidade entre a visão do mercado e os anúncios governamentais gerou uma aceleração no movimento de pressão pela desvalorização da moeda através de um ataque especulativo ao mesmo tempo em que o governo utilizava suas reservas cambiais para manter a paridade, até um ponto de esgotamento delas e a consequente declaração de seu fim.

Até chegar a esse ponto, boa parte das instituições financeiras tailandesas já estavam bastante afetadas pela mudança de expectativas quanto ao câmbio, que afetou também as indústrias devido ao endividamento e as posições tomadas no exterior em dólar. O valor dos títulos dessas empresas, bastante altos nos mercados secundários e com altas taxas de juros

para serem atrativos para investidores ocidentais, também despencaram no mercado pela insegurança relativa a seu futuro diante de um quadro cambial totalmente diferente, além da crescente concorrência chinesa e japonesa com moedas bastante desvalorizadas que passou a ser levada em conta nesse momento de avaliação da crise.

A desconfiança dos mercados logo extrapolou o âmbito tailandês e passou a questionar também outros países da região, mesmo os que tivessem situação consistentemente mais sólida, mas que apresentavam dívidas em dólar que pudessem criar instabilidades relacionadas a desvalorização cambial. Logo a Indonésia sofreria uma crise cambial semelhante, que levou a desvalorizações imensas da moeda local frente ao dólar e causou grandes estragos na indústria local e no crescimento do país. A Coreia do Sul, anteriormente vista como um modelo para países em desenvolvimento³, já apresentava problemas com alguns de seus principais grupos industriais, como a Kia, devido ao alto endividamento, que foram agravados com a desvalorização da moeda local (Nanto, 1998).

Esses três países foram alvos de planos de austeridade do Fundo Monetário Internacional, que exigiu grandes reformas (que incluíam maior liberalização dos mercados financeiros) e contração de gastos públicos, que levaram a mais pânico dos investidores quanto a capacidade de recuperação dos países, levando a quedas ainda mais acentuadas no mercado de títulos sul-coreano.

Em 1997, na eminência da desvalorização do baht, as agências de rating não demonstravam em suas análises grandes dúvidas quanto a capacidade de solvência de grandes empresas tailandesas e do governo, que alguns meses depois viria a deixar de pagar os compromissos de sua dívida pública. Os outros países vizinhos também não apareciam como potenciais problemas para os investidores.

Os títulos das dívidas públicas da Tailândia, Malásia e a Coreia do Sul tinham rating A ou superior, o que atesta a qualidade do título e permite que vários fundos de investimento, bancos e outras instituições reguladas possam comprá-lo sem ter que justificar-se ou possuir colaterais que funcionem como garantias caso esses títulos não paguem o prometido.

Diferentemente do esperado, as agências de rating não forneceram sinais que previssem a crise ou alertassem os agentes de que aquelas economias apresentavam problemas, mas sim aparentemente seguiram a direção apontada pelo mercado (RYAN, J., 2012, p.11). Após a deflagração da crise com o fim do câmbio fixo na Tailândia e a generalização da desconfiança sobre as economias exportadoras da região, as agências de rating deixaram seu comportamento inicial de letargia e passaram a uma posição bastante mais agressiva.

As mudanças nos ratings daquele período foram a oscilação mais rápida e abrupta de ratings que havia acontecido na história desde a década de 1930. Dessa forma, os títulos da dívida tailandesa foram rebaixados pela Standard & Poor's em quatro notas num período um pouco superior a um ano, os da dívida malásia em cinco notas e os da dívida sul-coreana em surpreendentes oito notas.

Tabela 1 – Mudanças nos ratings das dívidas públicas feitas pela S&P, 1997-1998

País	1 de julho de 1997	30 de novembro de 1998
Coréia	AA-	BB+
Malásia	A+	BBB-
Tailândia	A	BBB-

Fonte: KRAUSSL, R., 2000

A Moody's rebaixou os títulos da Coréia do Sul (decisão também tomada pela Standar & Poor's) e da Tailândia até o chamado non investment grade, ou seja, considerou seus títulos como especulativos, sem possibilidade de pagamento de juros (KRAUSSL, R., 2000, p.7-9).

Uma das consequências mais graves desse tipo de rebaixamento é que geralmente os títulos emitidos por firmas de um país têm ligação com os títulos da dívida pública dele, já que dificilmente uma empresa possui um título com rating superior ao dos de dívida pública nacional, considerados mais seguros devido à capacidade dos governos de emitirem moeda e acionarem órgãos como o Banco Central, o que leva a rebaixamentos generalizados de empresas que já estão com grandes dificuldades na obtenção de financiamento, gerando um agravamento da situação econômica e envolvendo agentes que não necessariamente possuem relações diretas com os problemas econômicos do momento, justificando mais rebaixamentos e pressão dos investidores internacionais sobre a região.

As agências há muito tempo tinham deixado de ser agentes passivos fornecedores de informação para o mercado, passando a ser formadores de opiniões e participando ativamente em propostas de mudança de legislação e políticas públicas, como no caso da crise mexicana e a instabilidade canadense na primeira metade da década de 1990 (FRIEDMAN, T., 1994).

A atuação das agências de rating foi severamente criticada após o desenrolar dessa crise, já que elas não advertiram o mercado sobre os riscos de investimento nos países asiáticos durante a primeira metade da década de 1990, não vendo sinais de que os títulos de empresas locais estavam demasiado valorizados e que existiam fragilidades quanto ao endividamento externo. Também após a deflagração da crise agiram de acordo com o

movimento de pânico do mercado, não diferenciando os países da região de acordo com seus aspectos particulares, mas sim enquadrando a região toda como sendo de alto risco, ou seja, não fornecendo aos investidores uma percepção real do que estava acontecendo, o que levou a um aumento de intensidade e (aliada às políticas recessivas do FMI) da própria duração da crise, que talvez pudesse ter sido isolada e melhor combatida focando em soluções diretamente para a Tailândia, envolvendo menos os demais países da região.

2.2. Crise subprime norte-americana

A crise financeira global iniciada em 2007 originou-se da expansão do crédito para o mercado imobiliário norte-americano durante a década de 2000. Esse mercado já apresentava crescimento consistente desde 1997, mas foi a partir de 2001 que se observou um incremento extraordinário nesse mercado (RODRIGUES, G.; TEIXEIRA, E., 2008, p.134)

Naquele ano, ocorreu o estouro da crise das empresas cujas ações eram negociadas na Nasdaq (empresas de software, vendas online e outros serviços ligados à Internet e tecnologia), que passaram por uma severa desvalorização gerando perdas em fundos de investimento e o fechamento de diversas empresas, cujo desempenho nas negociações de ações no mercado era muito superior ao seu desempenho real.

Nos meses subsequentes também ocorreram os ataques terroristas contra o World Trade Center em Nova Iorque no dia 11 de setembro, gerando uma grave crise de confiança e pânico, aprofundado com a descoberta de sistemáticas fraudes contábeis realizadas pela grande companhia de energia Enron, eleita por seis anos seguidos a empresa mais inovadora dos Estados Unidos pela revista Fortune, que acabou culminando na sua declaração de falência em dezembro de 2001 e num longo processo judicial contra a direção da empresa.

O Federal Reserve tentou combater essa situação de desconfiança com a realização de uma política de afrouxamento monetário através de taxas de juros mantidas num patamar bastante baixo até 2004, quando passou a elevar-se gradativamente. A manutenção dessa taxa de juros básica baixa estimulou o mercado de crédito imobiliário norte-americano, particularmente o setor ligado às hipotecas, o mecanismo de financiamento imobiliário mais importante do país.

O setor obteve expressivo crescimento no total de suas operações através de dois principais fatores além da queda da taxa de juros. Por um lado, conseguiu absorver uma nova fatia de mercado e por outro houve uma progressiva securitização dos créditos concedidos no período (RODRIGUES, G.; TEIXEIRA, E., 2008, p.135).

Essa fatia de mercado foi, em boa parte, composta pelos chamados subprime, ou seja, agentes que de acordo com normas de concessão de crédito da maioria das instituições públicas ou privadas não teriam condições de realizar financiamentos, já que não teriam como pagar suas parcelas.

Muitos desses novos emprestadores não possuíam renda, trabalho ou patrimônio compatíveis com as suas hipotecas (por isso, também foram chamados de ninjas, uma sigla pejorativa para “no income, jobs or assets”), além de em muitos casos estarem em cadastros de consumidores inadimplentes ou, até mesmo, não possuírem documentação para viverem e trabalharem de forma legal nos Estados Unidos, principalmente nos estados centrais do país (DÁVILA, S., 2008).

Outra característica específica dos empréstimos subprime era o regime de prazos de pagamento. Esse tipo de crédito imobiliário geralmente operava com prazos bastante longos, normalmente de trinta anos, mas utilizando condições híbridas de pagamento, ou seja, dois regimes distintos. O primeiro deles, vigente durante os dois ou três primeiros anos, possuía prestações e taxas de juros fixas, num patamar relativamente baixo comparado ao mercado. No fim desse período até o fim do contrato, praticavam-se taxas de juro e prestações mais elevadas e com valores ajustados a partir de alterações de taxas do mercado (RODRIGUES, G.; TEIXEIRA, E., 2008, p.138).

Para que fosse possível que os tomadores desse tipo crédito pagassem após o fim do primeiro regime de pagamento, era necessário que o imóvel fosse novamente hipotecado, o que ocorria até 2007 sem maiores problemas, já que os valores imobiliários subiam continuamente, possibilitando que, além de quitar o valor da primeira hipoteca, também sobrasse crédito para ser usada no consumo.

Dessa forma, se voltava a pagar dentro do primeiro regime de pagamentos durante mais dois ou três anos, quando poderiam repetir o processo quantas vezes fossem necessárias ou enquanto o valor dos imóveis seguisse crescendo, o que parecia, pelo histórico desde 1997, que seguiria sendo a tendência.

Sabendo que esse tipo de crédito possui grande risco embutido, as instituições financeiras que os forneciam realizaram um amplo processo de securitização desse crédito, transferindo dessa forma os riscos de suas operações subprime para os investidores institucionais. As inovações financeiras desse período não seriam possíveis sem as garantias de qualidade previstas pelas agências de rating, já que para o investidor institucional era difícil avaliar o risco embutido nos produtos complexos, que serão analisados a seguir, além

de sua atuação ser restringida de forma estatutária pelos ratings, como será visto posteriormente.

Uma delas eram os CDO (collateralized debt obligation ou títulos garantidos por crédito), que agregavam contratos de hipotecas, recebíveis de cartões de crédito, financiamento estudantil e à automóveis. Após formarem esse agregado, o fundo de CDO emitia cotas (tranches) de diferentes classes.

Cada uma delas possuía taxa de retorno proporcional ao seu risco, ou seja, era tanto maior quanto maior fosse o risco assumido por seu cotista. A combinação risco-retorno, assim como o tamanho da tranche, eram definidos por modelos estatísticos das agências de rating, levando em conta taxas de inadimplência por tipo de devedor e por tipo de empréstimo. A principal justificativa para a criação e apoio das agências de rating a esse tipo de fundo era a redução dos riscos de default através da diversificação dos ativos, que supostamente não possuíam correlação (PRATES, D.; FARHI, M., 2011, p.5).

A parcela do fundo que assumiria as primeiras perdas no caso de atrasos ou inadimplência era chamada de equity (mas conhecida como “toxic waste” pela dificuldade de ser descartada). Os detentores dessas cotas recebiam, em troca, a taxa de remuneração mais elevada do fundo e serviam, assim, como amortecedores de risco para os demais investidores. Caso os prejuízos viessem a ser superiores ao montante aportado como equity, o excedente passava a ser automaticamente de responsabilidade dos investidores da classe de risco seguinte e assim sucessivamente. Na posição final, estava o tranche com rating AAA ou similar (a classificação mais elevada varia de nomenclatura de acordo com os critérios de cada agência), que somente deixariam de receber caso houvessem perdas integrais de todas as outras tranches.

Esse mecanismo, segundo a Moody's, constituía uma forma de proteção contra perdas denominada subordinação, que fazia que em vez de todos os títulos do fundo possuírem a mesma probabilidade de perdas, estas seriam alocadas na ordem inversa de prioridade de recebimento. (RODRIGUES, G.; TEIXEIRA, E., 2008, p.141)

As tranches superiores, consideradas mais seguras, eram negociadas diretamente no mercado com os investidores institucionais. As tranches inferiores e o equity, porém, eram “recicladas” num novo fundo CDO, onde passavam por um processo de reorganização junto a outros contratos, formando assim novas tranches, muitas vezes com uma classificação de risco inferior a que possui no primeiro fundo, devido à diluição dos riscos ao serem “misturadas” com contratos de menor risco. Muitas vezes, as agências de rating até mesmo classificavam as novas tranches como investment grade, ou seja, o rating mais alto possível.

Dessa forma, os bancos conseguiam que até 75% das dívidas colocadas em num fundo CDO desse lugar a novos títulos, classificados pelas agências de ratings, em níveis superiores aos rating dos ativos que constituíam originalmente o fundo, permitindo que eles captassem recursos a um custo menor no mercado de capitais para financiar os ativos lastreados nas hipotecas subprime. Em 2007, por exemplo, a Fitch estimava que 60% dos produtos estruturados possuíam classificação AAA, enquanto menos de 1% de outros tipos de títulos a possuíam. (COVAL, J.; JUREK, J.; STAFFORD, E., 2008, p.2)

Após o processo de criação de novos CDOs sempre restavam tranches consideradas como “toxic waste” e sem possibilidades de negociação prática. Para poder utilizá-las, os bancos criaram as SIVs (structured investment vehicle, ou empresas de investimentos estruturados), instituições que emitiam títulos de curto prazo lastreados em hipotecas (asset backed commercial papers), usados nos Estados Unidos para poderem financiar a compra de produtos estruturados originados no processo de criação dos CDOs (CINTRA, M.; FARHI, M., 2009, p.10).

Esses papéis possuíam um grande descasamento de prazos, já que seus prazos eram de três ou seis meses, enquanto os ativos nos quais estavam lastreados tinham prazos de pagamentos de até trinta anos. Para garantir segurança aos investidores, as instituições bancárias responsáveis pelas SIVs estendiam linhas de crédito que lhes permitiam enfrentar dificuldades circunstanciais de liquidez.

As SIVs podem se encaixar no que atualmente se denomina “shadow banking” (CINTRA, M.; FARHI, M., 2009, p.11)., já que possuem características similares aos bancos (mas sem receber depósitos, operações de redesconto e ajuda do Banco Central como prestador de última instância), porém sem estarem submetidas à regulação imposta aos bancos tradicionais (elas não apareciam como operações dentro do balanço dos bancos por brechas legais), como limites de crédito impostos por acordos como os de Basiléia.

A partir de 2006 todo esse complexo esquema começou a ter suas bases comprometidas. O Federal Reserve, após anos adotando política monetária expansionista, passou a subir os juros, que saíram de um patamar de aproximadamente 1% em 2004 para mais de 5% em 2006. Essa nova política reduziu a atratividade de investimentos com risco maior, mas principalmente impactou o mercado imobiliário norte-americano.

Pela primeira vez num longo período de quase dez anos, o valor dos imóveis não seguiu a tendência de aumento dos preços, o que impactou diretamente no mercado hipotecário. (RODRIGUES, G.; TEIXEIRA, E., 2008, p.139) Os agentes que tomaram financiamentos já não tinham como recorrer ao mecanismo de realizar novas hipotecas para

conseguir quitar as anteriores, o que rapidamente levou ao aumento das taxas de inadimplência do público subprime, sem condições de arcar com as parcelas elevadas após os dois ou três primeiros anos de contrato e as taxas de juros elevadas devido aos reajustes baseados nas novas taxas de mercado.

Dessa forma, as tranches com ratings inferiores passaram a não ser remuneradas, situação que logo se desenvolveu e passou a atingir as tranches intermediárias e as superiores, devido à alta disseminação de contratos relacionados ao público subprime causada pelo processo de criação de novos CDOs. Logo investidores passaram a desfazer suas posições em créditos hipotecários, diminuindo a liquidez de títulos lastreados em ativos, como os emitidos por SIVs, por exemplo.

Durante o ano de 2008, várias instituições relacionadas ao mercado financeiro passaram por um grave momento de instabilidade devido a perdas relacionadas ao mercado hipotecário. O banco de investimento Bear Stearns, na época quinto maior banco de investimento americano, chegou a quase falir em março, sendo socorrido pelo Federal Reserve, que concedeu crédito para que o JP Morgan Chase pudesse adquiri-lo. (CINTRA, M.; FARHI, M., 2009, p.3)

Em julho, duas das principais empresas relacionadas ao financiamento hipotecário e ao setor de seguros, Fannie Mae e Freddie Mac, que administravam cerca de 40% do total do mercado de hipotecas norte-americanas e com garantias governamentais para seu funcionamento, começaram a ter problemas de liquidez, até o ponto em que necessitaram passar por um processo de estatização. (RODRIGUES, G.; TEIXEIRA, E., 2008, p.150)

No mês de outubro, o banco Lehman Brothers, ao não contar com apoio governamental para facilitar sua aquisição por parte de outros grupos financeiros, pediu concordata devido aos enormes prejuízos acumulados devido a operações relacionadas ao setor hipotecário, o que aumentou a desconfiança do mercado e reduziu em níveis drásticos os empréstimos interbancários.

As agências de rating não conseguiram refletir esses eventos em mudanças nos ratings das empresas com problemas e ativos estruturados a tempo. Na verdade, dos casos mencionados anteriormente, todos possuíam classificações relativamente elevadas antes de necessitarem de resgates ou, no caso do Lehman Brothers, definitivamente passar por um processo de falência e posterior venda de suas operações no restante do mundo. Ao mesmo tempo, os tranches superiores dos fundos CDO possuíam ratings elevados (em muitos casos, como visto anteriormente, classificados como AAA) que se mantiveram até o momento de

aprofundamento definitivo da crise em 2008, influenciando os portfólios de muitos investidores institucionais.

No caso das empresas Fannie Mae e Freddie Mac, houve um rebaixamento por parte da Standard & Poor's das classificações de seus títulos lastreados em hipotecas somente após as empresas anunciarem uma perda total de mais de três bilhões de dólares, e mesmo assim esse rebaixamento mostrava as empresas como um investimento relativamente seguro, já que sua classificação, após o rebaixamento em três notas, ficou como AA-, o que quer dizer para eles que a empresa segue com “capacidade muito forte para honrar compromissos financeiros”, mas com uma perspectiva de piora nesse quadro. (SHENN, J., 2008)

Os títulos de longo prazo do banco Bear Sterns já haviam recebido rebaixamento das notas em 2007, de uma nota A para A+, o que ainda colocava seus títulos na sexta nota mais alta possível dentro da escala de ratings, com uma perspectiva de melhora nesse quadro e uma perspectiva de melhora na situação. Após o anúncio das negociações com o JP Morgan Chase para a aquisição do banco devido a suas dificuldades relacionadas ao mercado hipotecário, já em março de 2008, houve um rebaixamento por parte da Standard & Poor's do A+ para BBB, o nível mais baixo da categoria de grau de investimento, enquanto a Moody's reduziu sua classificação em dois níveis e a Fitch em quatro níveis. (PITTMAN, M.; SALAS, C., 2008).

No caso mais emblemático e mais noticiado de descompasso entre a realidade das empresas e a avaliação das possibilidades de default realizada pelas agências de rating, esta o banco Lehman Brothers, que menos de um mês antes de anunciar sua concordata ainda era avaliado de forma positiva, pelo menos com um rating A, o que rapidamente alterou-se após o anúncio de perdas de quase quatro bilhões de dólares no segundo trimestre de 2008. (KINGSLEY, P., 2012)

2.3. A crise das dívidas públicas da área do Euro³

A crise financeira originada nos Estados Unidos causou instabilidades globalmente, atingindo com particular intensidade as economias europeias que pertencem à zona do Euro. Em muitos casos esses países já possuíam problemas econômicos, que foram potencializados e escancarados após a redução da liquidez nos mercados internacionais e os temores sobre a

³ A descrição dos principais fatos da crise europeia apresentada nessa sessão foi baseada em notícias disponíveis em jornais britânicos. Uma cronologia geral realizada pela BBC disponível em www.bbc.co.uk/news/business-13856580, uma específica sobre a crise espanhola realizada pelo jornal The Telegraph disponível em www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/931975/Spains-economic-crisis-a-timeline e outra específica sobre a crise grega realizada por Inman (2012) para o The Guardian.

possibilidade de contaminação dos ativos lastreados em hipotecas americanas em bancos fora do país.

Países como a Irlanda (“o Tigre Celta”) e a Espanha haviam crescido em anos anteriores estimulados pela construção civil, capaz de empregar grandes contingentes de trabalhadores não-qualificados, e pelo setor imobiliário, devido a uma valorização constante no valor dos imóveis durante vários anos, além de uma imensa expansão do sistema financeiro nacional, que no caso da Irlanda era 800% maior do que o seu PIB e na Espanha criou um dos maiores bancos europeus, o banco Santander. A Grécia cresceu através de um alto endividamento público (com taxas de juro relativamente mais elevadas que de outras economias europeias) e realizando grandes eventos, como a Olimpíada de Atenas em 2004, ao mesmo tempo em que realizava manobras contábeis para não demonstrar as fragilidades de suas contas públicas ao mercado. Economias maiores e mais tradicionais, como a França, Inglaterra e a Itália apresentaram problemas em manter taxas de crescimento durante toda a década de 2000.

No final do ano de 2008, após os eventos mais drásticos da crise financeira norte-americana, a União Europeia aprovou a realização de um pacote de estímulo econômico, na ordem de duzentos bilhões de euros, visando estimular a atividade econômica, já que, alguns países, como o caso da Espanha, já estavam num quadro recessivo. Medidas semelhantes de gasto governamental foram tomadas em diversos países num primeiro momento, o que muitos economistas consideraram como um retorno às políticas e práticas keynesianas realizadas na metade do século XX.

Esse tipo de solução logo começou a ser contestado pelos agentes do mercado financeiro, devido ao crescimento generalizado dos déficits nas contas públicas de diversos governos. Dessa forma, no começo de 2009 a Fitch foi a primeira agência de rating a rebaixar a nota da dívida pública espanhola, que era originalmente classificada na categoria máxima AAA e passou a ser AA+, uma mudança que ainda indicam que a agência acreditava nas possibilidades de melhora no panorama da economia na Espanha.

No fim do ano, devido ao anúncio de um déficit de mais de 12% do PIB, a Fitch rebaixa a nota da dívida pública grega de A- para BBB+, perto do nível mais baixo considerado grau de investimento, o que aumentou a pressão sobre os custos em carregar essa dívida, levando o governo grego a ter que pagar taxas de juro mais elevadas para se financiar no mercado. Logo as outras duas agências de rating relevantes, a Standard & Poor’s e a Moody’s seguiram a mesma linha de raciocínio e consideraram que logo a dívida pública

grega poderia sofrer novos rebaixamentos e ser considerada como “lixo”, ou seja, a Grécia não teria como pagar aos investidores as taxas de juros determinadas pelo mercado.

Durante o ano de 2010, com a degradação da situação econômica grega devido a descoberta de fraudes contábeis sobre os valores do déficit e endividamento público, é aprovado um pacote de socorro de mais de cem bilhões de euros, com condições relacionadas ao aumento da austeridade fiscal e reformas laborais e na previdência social.

No fim do ano, é aprovado um pacote de resgate de mais de oitenta bilhões de euros para o governo irlandês, com graves dificuldades ao realizar o resgate de várias instituições financeiras do país. O mercado e os analistas econômicos começam a supor que o próximo país a necessitar um resgate nesses moldes seria Portugal, uma das menores e menos desenvolvidas economias da zona do euro, o que de fato acontece em abril de 2011, com um pacote de mais de setenta e cinco bilhões de euros acompanhado de uma série de rebaixamentos da dívida pública portuguesa.

Ainda durante o ano de 2011 é aprovado um novo pacote de resgate para a Grécia, dessa vez em mais de cem bilhões de euros, novamente sob condições de aumento na austeridade, levando ao aumento na intensidade dos protestos no país. Ao mesmo tempo que a situação grega se deteriora, passa a contaminar também as instituições financeiras e bancos que possuem títulos gregos em seu portfólio, de difícil negociação e rápida depreciação dos preços.

A situação grega também aumenta a pressão sobre os juros pagos pelas dívidas públicas da Espanha e da Itália, levando o Banco Central Europeu a comprar títulos das dívidas para tentar diminuir o valor dos juros. No fim do ano, mesmo após várias medidas de austeridade, os títulos da dívida pública italiana foram rebaixados de A para A+, o que também ocorreu com os títulos da dívida do governo espanhol, de x para xx. Os títulos da dívida pública grega são rebaixados de B para CCC, o que segundo definição da Standard & Poor's significava que o pagamento dos juros estava “atualmente vulnerável e dependente de condições favoráveis de negócios, financeiras e econômicas para honrar seus compromissos financeiros”. Esse rating era o mais baixo do mundo para um título de dívida pública naquele momento.

Durante o ano de 2012 seguiu-se a mesma tendência de recrudescimento da austeridade nos países do sul da Europa e novas rodadas de negociação sobre os pacotes de resgate ao governo grego, que geraram tensão constante pela possibilidade de não ocorrerem os pagamentos dos juros aos investidores, gerando uma catástrofe financeira que deterioraria mais ainda a situação dos países europeus. Para evitar essa situação, ocorreu um acordo da

chamada Troika (composta pelo Fundo Monetário Internacional, a Comissão Europeia e o Banco Central Europeu) com os principais detentores de títulos gregos para que parte da dívida fosse perdoadada.

Mesmo após sucessivos cortes e reformas laborais, além de um projeto de mudança constitucional, apoiado pelo presidente Sarkozy, em que se obrigava o Estado francês a buscar sempre possuir o rating máximo estipulado pelas agências de rating, o rating da dívida pública francesa caiu de AAA para AA+, no mesmo dia em que mais oito países europeus sofreram rebaixamentos similares.

Até junho de 2013 segue a tendência de recessão na maior parte dos países europeus, assolados também pelos vários anos seguidos de austeridade e desconfiança dos mercados em sua recuperação, o que levou a elevados níveis de desemprego principalmente na Espanha (onde mais de 25% da população economicamente ativa não possui emprego, sendo a população jovem a mais afetada, com um índice de desemprego de mais de 50%) e na Grécia. No Chipre, um paraíso fiscal bastante relacionado a investidores russos e com um setor financeiro equivalente a 835% do seu PIB, ocorreu uma crise ligada as dificuldades de solvência de seus bancos devido ao grande número de títulos da dívida pública grega nos portfólios. A União Europeia e o Fundo Monetário Internacional acordaram um pacote de resgate de dez bilhões de euros para evitar a falência do sistema bancário do país, que tinha como condição privatizações, reestruturação do sistema financeiro nacional com controles de capitais e a criação de novas taxas para agentes que possuíssem depósitos superiores a cem mil euros, medida que gerou grandes protestos entre a população (já que inicialmente cogitava-se taxar depósitos superiores a dez mil euros).

Nos últimos meses também observou-se uma tendência de crescimento bastante baixa para a Alemanha, principal economia da União Europeia, além da desvalorização do euro em relação ao dólar, fatores que preocupam as perspectivas de recuperação econômica, que pode ser afetada por turbulências políticas, como os movimentos independentistas na Catalunha, na Escócia e na Holanda e o ultranacionalismo contrário a integração europeia no Reino Unido. As perspectivas negativas de crescimento da Alemanha também geram temores junto aos mercados.

Capítulo 3: Caráter pro-cíclico das agências de rating

The tendency to transform doing well into a speculative investment boom is the basic instability in a capitalist economy.

(Minsky, 1977)

A crise financeira asiática ocorrida no final da década de 1990 teve também implicações profundas no setor financeiro e nas finanças públicas de vários países da América

Latina e na Rússia, gerando uma onda de instabilidade que seria sentida vários anos depois do colapso da moeda tailandesa em 1997.

As implicações sistêmicas e bastante velozes do que poderia ter sido uma crise relativamente concentrada em um país ou em um pequeno grupo de países levou a uma busca de melhor entendimento sobre o que ocorreu, colocando em foco a atuação das agências de rating e sua principal função, classificar títulos de acordo com as possibilidades de default do emissor.

Autores que estudaram o modelo de crescimento asiático como Stiglitz (1999) contestaram a maneira como ocorreram os rebaixamentos das notas das dívidas públicas e das empresas dos países da região. Para ele, elas não conseguiram prever a extensão da crise nem deixar claro para o mercado os problemas que os países apresentavam antes da crise do baht.

Após a deflagração da crise, porém, agiram de forma bastante conservadora, visando, para o autor, recuperar-se dos danos causados a sua imagem perante o mercado depois de sucessivos erros de classificação, gerou notas mais baixas do que a economia real dos países afetados poderiam justificar. Isso levou a problemas de financiamento para a região toda, que sofreu com um aumento em seus custos de financiamento, ampliando a extensão da crise financeira como vimos anteriormente.

O autor classificou esse tipo de comportamento errático das agências de rating como pró-cíclico. Atualmente, após a deflagração da crise do subprime norte-americana e sua extensão à União Europeia nos últimos cinco anos, voltou-se a utilizar esse tipo de nomenclatura para a sua atuação, devido a seu papel relevante na formação e propagação dessas crises.

A caracterização da atuação como pró-cíclica atualmente vem de uma variedade de fontes, com justificativas distintas sobre o papel das agências de rating. Nesse capítulo, primeiramente, será descrito o que entende-se como pró-cíclico a partir da teoria da instabilidade de Minsky e posteriormente serão expostas diferentes hipóteses sobre como as agências realizam esse papel, que podem ser consideradas como complementares apesar dos focos bastante distintos e colaboram para uma melhor compreensão da relevância dessas empresas dentro do sistema financeiro internacional.

3.1. Minsky e a instabilidade financeira

Minsky (1982) em seu famoso texto, “*Can “it” happen again?*” tentou entender como funciona realmente o capitalismo financeirizado que surgiu após o fim dos acordos de

Bretton Woods e como se produzem crises dentro dele, para analisar as possibilidades de que ocorresse novamente um crash na magnitude do ocorrido em 1929 e a Grande Depressão que o seguiu.

No seu modelo de capitalismo, é ressaltada a importância do financiamento em mercados financeiros para que as empresas possam realizar investimentos, já que elas não teriam capacidade de investir sozinhas o necessário. A partir dessa constatação é proposto um ciclo econômico baseado nas três possíveis posições financeiras em que as empresas podem estar em relação a sua capacidade de honrar compromissos relacionados ao financiamento de seus investimentos.

A posição hedge caracteriza-se pela firma esperar fluxos de renda que cubram o total de seu compromisso em cada futuro período. Na posição especulativa precisa-se “rolar” a dívida (ou seja, realizar renegociações recorrentes), já que os fluxos de renda esperados devem cobrir apenas os juros devidos. Finalmente, no caso das firmas que estejam na posição Ponzi (nome inspirado em Charles Ponzi, criador de um esquema financeiro fraudulento envolvendo selos) os fluxos de renda esperados não cobrem nem o principal da dívida nem os juros, tornando necessário obter novos créditos, ao fim de cada período, para poder pagar os juros e renegociar os montantes do principal.

Claramente, vemos que as posições de uma empresa não são permanentes e não são difíceis de serem alteradas. Mudanças nos fluxos de renda esperados (por exemplo, por variações na demanda de um produto) e na taxa de juros praticada podem levar a alterações de posições. Minsky elaborou sua teoria pensando em como uma situação de estabilidade, na qual predomina a posição hedge, pode tender (e no geral realmente tendem) a uma situação de instabilidade, na qual predomina a posição especulativa e várias firmas tenderão a alcançar também a posição Ponzi.

A mudança para posições especulativas ocorre no geral de forma intencional. Numa economia estável e na qual um grande número de projetos de investimento é viável, passa-se a considerar menos as possibilidades de falha nos planos, aumentando-se a tomada de risco através da contratação de crédito e financiamentos com margens de segurança progressivamente inferiores.

Visando atender a grande demanda por crédito para firmas cujos projetos representam maior risco, realizam-se inovações financeiras que permitem facilitar financiamentos para elas, deixando com o tempo um número crescente de agentes em posições de maior risco e tornando mais frágil a estrutura financeira como um todo. Com o tempo, as taxas de juros tendem a lentamente subir, devido ao aumento do endividamento percebido pelos bancos ou

através de políticas das autoridades monetárias visando conter os efeitos do crescimento na inflação, o que empurra mais agentes para posições especulativas.

Após algum agente considerado relevante definitivamente não ter mais como honrar nenhum de seus compromissos e não conseguir crédito adicional para realizar uma renegociação de suas dívidas, finalmente falindo, o sistema todo começa a passar por um momento de crise. Situações semelhantes podem se originar de qualquer fato exógeno relevante, como alta dos juros básicos e momentos de baixa nos ciclos de negócios. Quando os bancos observam que a situação apresenta excesso de vulnerabilidade, deixam de fornecer crédito para as firmas poderem renegociar suas dívidas, até mesmo as que não estão com problemas tão sérios passam a enfrentar dificuldades em obter crédito de forma mais barata, tendo que arcar com juros bastante elevados devido ao medo dos bancos de se envolverem mais com empresas problemáticas.

Assim, empresas que estão numa situação especulativa podem rapidamente passar a uma situação Ponzi. Nesses momentos muitas vezes também ocorrem reversões de expectativas em variados setores da economia, reduzindo-se a demanda por diversos produtos e também o crédito para o consumo do público em geral, espalhando a crise financeira para a esfera real. Na esfera financeira, os problemas com as empresas podem gerar deflação de ativos, afetando assim os investidores institucionais e bancos que portam títulos das firmas, generalizando assim a crise.

As agências de rating podem ser incluídas dentro desse modelo de ciclo de Minsky como agentes que, pelo menos nas principais crises analisadas anteriormente, tanto estimularam a tomada de riscos crescentes por parte dos bancos e representantes do sistema financeiro no fornecimento de crédito (porém não necessariamente para investimento produtivo) quanto após as turbulências relacionados à quebra do banco Lehman Brothers estimularam e aceleraram reversões de expectativa e dificultaram o acesso ao crédito a firmas que apresentavam problemas, o que também pode ser observado com as dívidas públicas europeias, que foram rebaixadas de forma bastante rápida e constante após os primeiros anúncios de déficits maiores e deterioração da situação fiscal dos países.

As agências portanto colaboraram para transformar em risk-takers agentes que normalmente seriam avessos ao risco, não classificando adequadamente o risco de ativos como os produtos estruturados elaborados a partir de hipotecas e as instituições financeiras que os haviam adquirido em grandes quantidades. Isso acelerou o processo do ciclo de Minsky, transformando sua situação financeira progressivamente em especulativa e Ponzi, posteriormente desembocando na atual crise financeira.

3.2. Acordos de Basileia

Os acordos de Basileia foram criados visando aumentar a estabilidade do setor bancário e impedir a atuação irresponsável através da concessão de crédito de forma indiscriminada, sem critérios que fossem possíveis de comparar (e comprovar) entre os diferentes bancos.

As agências de rating passaram a ter um papel mais relevante nos acordos de Basileia II, realizados em 2004 (inspirados na legislação bancária norte-americana de 1975) e atualizados durante os anos subsequentes, nos quais as provisões para perdas inesperadas (ou seja, não relacionadas a inadimplência) são calculadas de acordo com uma abordagem padrão que leva em conta os ratings de crédito (ou seja, a possibilidade de default) das empresas tomadoras de empréstimos. Os ratings devem ser fornecidos por, pelo menos, duas das principais agências de rating, o que intensifica problemas relacionados ao mercado dos ratings em forma de oligopólio, como será visto no próximo tópico.

Desse modo, quanto mais elevados os ratings das empresas que estão recebendo o crédito, menor é a exigência de capital determinada pelos Acordos de Basileia. Por exemplo, ao conceder crédito a uma empresa com a classificação AAA (a mais alta possível) o banco necessita de 1,6% do valor que foi emprestado a essa empresa, enquanto a concessão de crédito para uma empresa com rating abaixo de B-, ou seja, com classificação abaixo do que é considerado minimamente seguro para investimento, exige 12,0% do valor que foi emprestado (CHIANAMEA, 2006, p.3).

A regulação, que visava diminuir o risco na atividade bancária, acabou por criar incentivos para a busca de brechas visando não necessitar grandes reservas de capital, que deixam a atividade bancária relativamente mais lenta.

Dessa forma expandiram-se várias inovações financeiras, como os CDOs, que conseguiram, com a conivência das agências de rating, melhorar a classificação de risco de ativos que de outra forma não poderiam ser adquiridos por outras empresas e aumentariam a necessidade de capital para poder emprestar a elas e adquirir seus títulos.

Também, os acordos de Basileia II foram um complicador após a deflagração da crise financeira, já que desestimulam o empréstimo a empresas que tenham ratings abaixo dos níveis mais elevados de classificação, sob pena de forçar os bancos a manter maiores reservas de capital.

Somado a esse efeito regulatório, as agências de rating bem antes dos acordos de Basileia já possuíam um papel institucional relevante. Em inúmeros estatutos de investidores institucionais (como seguradoras, fundos de pensão) determina-se que os recursos só podem ser investidos em títulos que possuam o chamado investment grade, o que explica a demanda no período anterior à crise por títulos lastreados no mercado imobiliário, com ratings elevados como visto anteriormente.

Assim, num momento em que houve uma tendência de rápidos rebaixamentos de notas de vários tipos de empresas e dívidas públicas, os bancos não tinham incentivos a fornecer nenhum tipo de crédito para instituições que o necessitassem para evitar contaminação da crise em suas operações. Mesmo levando em conta que os bancos reduziram o crédito disponível após a crise de qualquer forma, vemos que a combinação da legislação bancária com a atuação das agências de rating reforçaram o caráter pró-cíclico da atuação dos principais bancos.

3.3. NRSRO, monopólio norte-americano e conflito de interesses

A regulação acordada em Basileia II se apropriou de um ponto importante da regulação bancária norte-americana da década de 1970, a adoção das chamadas National Recognized Statistical Rating Organizations como critério para quais agências de rating utilizar como referência para a classificação do risco de crédito das empresas. Como foi visto anteriormente, quem fornece essa classificação de reconhecimento nacional são órgãos do governo norte-americano e no começo da década de 2000 somente três dessas empresas (Moody's, Standard & Poor's e Fitch) eram classificadas dessa forma. 3

Essa estrutura na prática configura um oligopólio, no qual as três empresas possuem aproximadamente 95% do total do mercado, o que supostamente se justificaria pelos altos custos na operação de uma quantidade imensa de informação fornecida pelos emitentes dos títulos (levando empresas como a Standard & Poor's a se especializarem também na área de softwares) e na internacionalização das atividades devido à demanda crescente pela classificação, que facilita a negociação por supostamente deixar mais claro para os investidores a credibilidade das empresas.

Essa estrutura porém leva a uma variedade de assimetrias na atuação das empresas, já que com um número reduzido de participantes no mercado os preços dos serviços tendem a ser mais elevados do que os que provavelmente prevaleceriam em um mercado no qual existem mais competidores relevantes. Ao mesmo tempo, não existem grandes incentivos

para a inovação e o aperfeiçoamento das classificações de risco, mantendo-se modelos defasados para a realização de suas análises e critérios de classificação que não se ajustam a todos os casos, como em relação aos chamados produtos financeiros estruturados (CARVALHO, 2010, p.41).

Devido à “chancela” fornecida pelo governo norte-americano para as principais agências de rating, até recentemente sem critérios realmente objetivos, não existem estímulos para essas empresas em realizar análises de risco de crédito da forma mais coerente possível visando manter sua reputação no mercado, já que seu julgamento serão consideradas de qualquer forma para a tomada de decisões devido a sua utilização dentro de marcos legais como Basileia II e estatutos de instituições financeiras.

O fato dessas agências de rating estarem baseadas nos Estados Unidos e atuarem com o aval principalmente de seu governo também impacta na maneira como elas atuam, já que elas tomam seu país de origem como benchmarking para mudanças nas classificações de risco dos títulos da dívida pública de outros países e de empresas não-americanas. Assim, elas reproduzem nas classificações a percepção de risco das instituições financeiras que operam no mercado norte-americano (CINTRA; FARHI, 2002).

Muitas vezes, essa percepção de risco não corresponde à realidade dos países e empresas analisados, muitas vezes baseada em desconhecimento e momentos de pânico. Na crise asiática de 1997, por exemplo, generalizou-se a ideia de que todas as economias da região apresentavam sérios problemas em relação ao déficit público e ao controle da política monetária, quando na verdade havia bastante heterogeneidade entre elas. As agências de rating no geral tendem a confirmar as opiniões do mercado norte-americano

Após a expansão da crise das dívidas públicas na União Europeia, houve um movimento generalizado de pânico (que contribuiu para essa expansão), que levou a comentaristas como Rainer Bruederle (ex-ministro da economia alemão) declarar ao jornal The Guardian em 2012, após o rebaixamento das notas de quinze países do bloco ao mesmo tempo, que acreditava que as agências de rating norte-americanas estavam atuando deliberadamente contra a zona do euro.

Esse tipo de comportamento também leva a outro questionamento em relação a organização no formato de oligopólios do mercado de ratings, a proliferação de conflitos de interesses. Em primeiro lugar, eles podem ocorrer devido ao pequeno número de empresas participantes do mercado e a enorme quantidade de títulos analisados, ao mesmo tempo em que a regulação sobre isso era bastante frouxa no período anterior à crise, já que acreditava-se

que a análise realizada pelas técnicas desenvolvidas pelo mercado era mais eficiente que as decorrentes de legislações governamentais.

Um segundo fator que tende a causar conflitos de interesses é o fato de que os serviços prestados são pagos diretamente às agências de rating pelos emitentes avaliados (CARVALHO, 2010, p.42), podendo resultar em situações em que a empresa emitente dos títulos pesquise entre as agências qual daria melhor avaliação e possua um critério considerado menos exigente. Muitas vezes também ocorreram vendas casadas de serviço, existindo pressão para que atividades auxiliares, como avaliações pré-rating, consultorias corporativas, administração de risco e outros serviços fossem contratados para que a avaliação final dos títulos fosse mais positiva.

Existe também a possibilidade de conflito de interesses envolver diretamente os analistas e empregados em geral das agências de rating, já que eles supostamente possuem acesso a informações sigilosas de empresas para compor sua classificação de risco. Dessa forma, esses dados poderiam ser vazados para empresas concorrentes ou utilizados de outras formas ilícitas.

Outro fator que pode contribuir consideravelmente com esse conflito de interesses é que as principais agências norte-americanas não cobram seus serviços de acordo com o tipo de avaliação, mas sim de acordo com o tamanho de cada operação analisada, podendo levar a que se avalie, visando aumento de lucros, produtos financeiros envolvendo maior risco de forma positiva, estimulando a criação de mais produtos do mesmo tipo.

Segundo uma reportagem da Bloomberg, (2012) 51% da receita da Fitch, por exemplo, foi baseada na avaliação de produtos financeiros complexos como os CDOs e outros lastreados em crédito (imobiliário e de outros tipos) enquanto a Moody's teve 44% de sua receita baseada neles em 2006 (COVAL; JUREK; SSTAFFORD, 2008).

Apesar de terem relativamente pouca experiência na classificação do risco de produtos estruturados, já que durante a maior parte do século XX ganharam expertise classificando títulos de dívida pública e de empresas tradicionais, durante a década de 2000 houve grande incentivo à classificação desses ativos, pois eles estavam sendo emitidos em grande quantidade, para aliviar os balanços dos bancos e permitir que realizassem mais operações. Para tal, os bancos necessitavam de uma classificação positiva para que a engenharia financeira na qual estavam envolvidos pudesse efetivamente funcionar como foi observado em capítulos posteriores.

3.4. Agências de rating como espelho do mercado

A principal crítica feita às agências de rating após a deflagração da última grande crise financeira, independentemente dos diversos problemas e distorções causadas por elas apontados anteriormente, é de que elas falharam sistematicamente na prestação de seus serviços nos anos recentes.

Como visto no segundo capítulo, a partir das informações que estavam disponíveis a elas não foi possível prever a deterioração da situação financeira de casos emblemáticos de quebras da crise subprime, como o banco Lehman Brothers e as financiadoras que foram estatizadas pelo governo norte-americano. Isso levou a uma variedade de autores a questionarem o porquê de empresas especializadas em realizar a medição do risco de um emissor de títulos não conseguirem realizar seu papel de forma adequada.

Bone e Ribeiro (2009) realizaram um estudo econométrico que analisa a evolução dos ratings fornecidos pela Moody's de dezesseis empresas brasileiras de diferentes portes, desde empresas reconhecidas internacionalmente como a Petrobras e a Vale até concessionárias do setor de energia elétrica relativamente menores. O estudo também realiza uma análise com variáveis financeiras e contábeis simples, como a relação dívida total/EBITDA e fluxo de caixa líquida/dívida total.

Os autores constataram que essas variáveis, disponíveis ao público, já que as empresas são de capital aberto e periodicamente publicam seus balanços e outros documentos contábeis, explicavam muito pouco as variações nos ratings. Assim, existe algum conteúdo informacional na formação dos ratings, além dos conhecidos pelo mercado.

Porém, constataram que as empresas com maior notoriedade recebem ratings baseados na situação do ciclo econômico, diferentemente das empresas com pouca visibilidade. Esse padrão mostraria que fatores subjetivos e reputacionais afetam mais a evolução dos ratings do que a capacidade de pagamento de seus compromissos, o que foi reforçado quando elaboraram um modelo no qual o macroambiente teve grande poder explicativo, com efeitos parecidos sobre a análise de todas as empresas. Adotando um modelo de previsão de ratings relativamente simples, baseado em informações disponíveis ao mercado, conseguiu prever mais da metade das variações dos ratings, mostrando que o conteúdo informacional presente na classificação de risco das empresas, mesmo existente, é bastante baixo.

Para Cintra e Farhi (2002), quando as agências de rating optam por reclassificar um título ou qualquer produto financeiro, as instituições financeiras e os investidores na maioria das vezes já desencadearam mudanças em seus portfólios que tendem a justificar a mudança na classificação do risco. Ou seja, após mudanças na percepção do risco por parte dos

principais agentes do mercado, as agências de rating também realizam alterações em suas avaliações. Após a reclassificação, que torna supostamente mais embasada a perspectiva do mercado, mais agentes tendem a tomar a mesma direção, criando-se um claro efeito pró-cíclico sobre as expectativas.

Ao buscar os motivos pelos quais as agências de rating passaram a fazer parte da legislação norte-americana após as diversas reformas ao setor bancário realizadas durante a Grande Depressão, pode-se supor que foi por uma performance superior aos mercados. Naquele período, diferente de atualmente, existia um mercado relativamente competitivo de classificação de risco de ativos (no qual cada empresa deveria desenvolver sua própria reputação para seguir participando), não existiam regulações que estimulavam oligopólios ou preferências por determinadas empresas em detrimento de outras e também as agências de rating não participavam ativamente na criação de inovações financeiras.

Mesmo assim, diferentemente do que se poderia supor, elas não conseguiram prever melhor do que o mercado a gravidade e o alcance do Crash da Bolsa de Nova York em 1929 (FLANDREAU; GAILLARD; PACKER, 2010). Estudos econométricos apontam que os principais determinantes para formação de ratings no período anterior à crise eram os disponíveis ao público em geral (e que não diferem muito dos critérios para a classificação utilizados no período pós-Guerra).

Possuir um rating considerado investment grade (ou seja, superior a BBB) durante esse período não significava garantias de que a firma possuísse condições de honrar seus compromissos. Todas as 41 empresas que acabaram por falir após a piora da situação econômica em 1930 analisadas pelos autores possuíam um rating considerado alto por pelo menos uma das agências.

No caso da Fitch e da Standard & Poor's, mais de um terço dos ratings dessas empresas possuía ratings elevados, enquanto na Moody's essa porcentagem era de 46,0%. Entre as que possuíam ratings considerados investment grade, aproximadamente metade possuía uma classificação A ou superior e somente 41,0% delas receberam rebaixamentos na classificação antes de passarem pelo processo de falência.

Após a realização de testes econométricos comparando a capacidade de previsão de defaults de firmas por parte das agências de rating com o comportamento do mercado em relação as mesmas firmas, observou-se uma ligeira vantagem do mercado quanto a previsões de curto prazo e vantagens por parte das agências em previsões em prazos maiores, porém sem vantagens claras entre o simples acompanhamento das tendências de mercado em relação ao uso de ratings (FLANDREAU; GAILLARD; PACKER, 2010).

É observável portanto que mesmo em condições bastante distintas do quadro atual em que estão submetidas as agências de rating, elas também não conseguiam que seus serviços apresentassem diferenças substanciais do pensamento médio do mercado. Na prática, as agências tendem a ser um reflexo da percepção de risco dos principais agentes do setor financeiro norte-americano, como mostram Packer e Tarashev (2009) ao analisar os ratings do setor bancário norte-americano e europeu até 2009, em que as agências de rating convergiram com o mercado em relação ao aumento dos riscos envolvendo o setor, mesmo com grandes intervenções das autoridades monetárias sobre bancos comerciais e de investimento, fator que estava somente começando a ser considerado nas metodologias para elaboração dos ratings.

Conclusão

Após a análise nos três capítulos da formação histórica das agências de rating, das crises financeiras contemporâneas, de vários pontos de vista sobre sua atuação e de uma definição de como funciona o ciclo da economia para Minsky, pode ser respondida a questão proposta no início do texto: por que a atuação das agências de rating possui um caráter pró-cíclico?

Esse caráter pró-cíclico da atividade das agências de rating provém da sua ineficácia em realizar classificações do risco de títulos com informações que não estejam disponíveis previamente de forma pública.

Muitas vezes, como visto anteriormente, para mudanças de classificação de um título de uma empresa é mais relevante a conjuntura econômica global ou do país em que ela está baseada do que mudanças nos seus próprios negócios; para títulos de dívida pública, bastam alguns dados macroeconômicos ruins ou alguma mudança na situação política para que ocorram rebaixamentos da classificação de risco, não considerando principalmente a capacidade de recuperação do país ou como está organizada a economia real.

Dessa forma, mesmo obtendo informações internas das empresas e governos analisados, que pagam por esse tipo de serviço, raramente suas opiniões diferem significativamente das posições que os principais agentes do mercado já adotaram, corroborando com elas e sinalizando para o restante dos agentes seguirem o mesmo rumo.

Existem alguns fatores que, mesmo não sendo a principal causa, colaboram para que os efeitos pró-cíclicos da atuação das agências sejam consideravelmente ampliados. Fatores institucionais, como o estatuto de diversos fundos de investimento e de pensões que somente permitem investimentos em títulos com o chamado investment grade, e legais, como os acordos de Basileia e outras legislações sobre o funcionamento bancário, por darem grande peso aos ratings como medidas de risco e ajustarem a atuação dos bancos nas reservas que eles devem adotar para lidar com o risco de crédito. Ambos levam as decisões das agências de rating a tomar proporções bem superiores a simples opiniões de empresas privadas sobre capacidade de honrar compromissos de emissores de títulos, trazendo grandes consequências para qualquer variação na classificação.

Como visto no terceiro capítulo, o fato de que a atividades das agências não apresentarem uma performance superior ao do mercado na previsão de crises já era evidente em seus primórdios, durante a década de 1920, mesmo num mercado relativamente competitivo de classificação de risco, no qual era necessário diferenciação através de análises mais exatas e abrangentes para colaborar com decisões de investimento. Atualmente, após décadas de oligopolização do mercado de classificação, outro fator importante para ampliar o impacto das decisões das agências é a existência de conflitos de interesses, nos quais o interesse delas e os do mercado também convergem, mas muitas vezes de forma ilegal, como observou-se durante a formação da crise subprime recente.

Dessa forma podemos concluir que, mesmo que se realizem mais reformas na supervisão sobre o mercado da classificação de risco, tentando evitar ao máximo esses

conflitos de interesse e até buscando mudanças nos marcos legais como a legislação bancária, dificilmente as agências de rating deixarão de apresentar um comportamento que não seja pró-cíclico, já que sua metodologia de classificação leva em conta os mesmos fatores que o mercado na hora de realizar decisões.

Bibliografia

BONE, R.; RIBEIRO, E., Conteúdo Informacional dos Ratings Corporativos de Empresas Brasileiras, 1995-2007. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9, 2009, São Leopoldo. Rio de Janeiro, 2009

BBC BUSINESS. Timeline: the unfolding euro crisis. Disponível em:
www.bbc.co.uk/news/business-13856580

CARVALHO, R. Risco Calculado. Desafios do Desenvolvimento, Brasília, p.38-46, maio/jun. 2010

CHAKRABORTTY, A. Time to take control of the credit rating agencies. Disponível em: www.guardian.co.uk/2012/jan/16/time-control-credit-rating-agencies. Acessado em: 2 junho. 2013.

CHIANAMEA, D. R. Basiléia II: Risco e Concorrência Bancária. Economia Política Internacional: Análise Estratégica, Campinas, n. 8, p. 52-62, jan./jun. 2006.

CINTRA, M.; FARHI, M. Informação dos investidores: classificação de riscos, contabilidade e conflitos de interesses. Ensaios FEE, Porto Alegre, v.23, n.2, p. 761-786, 2002

CINTRA, M.; FARHI, M. A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System. Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, nov. 2008

DÁVILA, S. Crise imobiliária faz surgir bairro fantasma na “capital do subprime”. Disponível em: www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0101200805. Acessado em: 25 maio. 2013.

FLANDREAU, M.; GAILLARD, N.; PACKER, F. To err is human: rating agencies and the interwar foreign government debt crisis. BIS Working Papers, Basiléia, dezembro 2010.

COVAL, J.; JUREK, J.; STAFFORD, E. Re-Examining The Role of Rating Agencies: Lessons from Structured Finance. Janeiro 2008. Disponível em http://www.people.hbs.edu/estafford/Papers/CJS_Ratings.pdf. Acesso em: 15 maio. 2012.

INMAN, P. Greek debt crisis: timeline. Disponível em www.guardian.co.uk/business/2012/mar/09/greek-debt-crisis-timeline. Acessado em: 2 de junho 2013.

KATZ, J.; SALINAS, E.; STEPHANOU, C. Credit Rating Agencies: no easy regulatory solutions. Crisis Response, n.8, p.1-8, World Bank Group: out. 2009.

KRAUSSL, R. Sovereign credit rating and their impact on recent financial crisis. Center for Financial Studies, Frankfurt, n.4, 2000.

KREGEL, J.A. Yes “It” did happen again – a Minsky crisis happened in Asia. Eight Annual Hyman P. Minsky Conference on Financial Structure, abril 1998.

KRUGMAN, P. S&P and the USA. Disponível em <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/08/05/sp-and-the-usa/>. Acesso em: 16 maio. 2012.

MAZZUCHELLI, F. Os Anos de Chumbo. Campinas: Unesp-Facamp, 2009.

MINSKY, H. The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternativa to “standard” theory. Challenge, março-abril, 1977.

NANTO, D. The 1997-1998 asian financial crisis. CRS Report for Congress, 1998.

NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISES IN THE UNITED STATES. The Financial Crisis Inquiry Report. Washington, 2011.

NEATE, R. *Rating agencies suffer “conflict of interest”, says former Moody’s boss.* Disponível em: <http://www.guardian.co.uk/business/2011/aug/22/ratings-agencies-conflict-of-interest>. Acesso em: 20 maio. 2012.

PACKER, F.; TARASHEV N. Rating methodologies for banks. BIS Quartely Reviews, Basileia, p. 39-52, junho 2011.

PITTMAN, M.; SALAS, C. Bear Stearns has credit rating slashed after bailout. Disponível em: www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aZgjNjPwmwGQ. Acessado em 20 de maio. 2012.

PRATES, D.; FARHI, M. The seventh stage of the evolution of the banking system.

RODRIGUES, G.; TEIXEIRA, E. Analisando a crise do subprime. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.15, n.30, p.129-159, dez. 2008.

SHENN, J. Fannie Mae, Freddie Mac preferred stock cut by S&P. Disponível em: www.bloomberg.com/news?pid=newsarchive&sid=aA48dKJf_708. Acesso em: 4 junho. 2013.

SMITH, E. Bringing Down Wall Street as Rating Let Loose Subprime Scourge. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ah839IWTLP9s>. Acesso em: 5 maio. 2012.

TELEGRAPH. Spain’s economic crisis: a timeline. Disponível em: www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9319175/Spains-economic-crisis-a-timeline. Acesso em: 6 junho. 2013.

TOMLINSON, R.; EVANS, D. CDO Boom Masks Subprime Losses, Abetted by S&P, Moody’s, Fitch. Disponível em: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ajs7BqG4_X8I. Acesso em: 10 maio. 2012.

UY, M; STIGLITZ, J. Financial markets, public policy, and the east asian miracle. The World Bank Research Observer, vol. 11, n.2, ago. 1996.

UTZIG, S. The financial crisis and the regulation of credit rating agencies: a european banking perspective. Asian Development Bank Institute Working Papers, Tokyo, n.188, jan. 2010

