

A essência do problema dos *ratings* da dívida soberana

Após outra ronda de *downgrades* de *ratings* da dívida soberana, voltou a controvérsia em torno das agências de notação. Teorias da conspiração à parte, os principais críticos falham em apontar o verdadeiro problema associado à atribuição de um *rating* a um país.

Um *rating* é uma estimativa da probabilidade de pagamento de uma dívida. Embora as probabilidades façam parte da nossa vida, nem sempre as compreendemos.

Anthímio de Azevedo aponta para 80% de probabilidade de chuva e a *bwin* afirma que o Benfica tem 5% de probabilidade de chegar à final da Liga dos Campeões. O que isto significa é que se se tivéssemos 100 dias como hoje ou 100 épocas desportivas, em média, choveria 80 vezes e o Benfica jogaria 5 finais da Liga dos Campeões. O que se usa para estimar uma probabilidade? Observações! Os meteorologistas usam modelos complexos baseados em milhões de observações atmosféricas para estimar a probabilidade de chuva. As agências de apostas usam estatísticas sobre jogadores e equipas.

As agências de notação, para atribuir um *rating* a empresas, também utilizam modelos estatísticos (melhores ou piores) que incluem variáveis ligadas ao desempenho dessa empresa e do sector, e são baseados em milhares de observações e muitos incumprimentos. Estes modelos permitem fazer afirmações como “1 em cada 1000 empresas nestas condições entra em incumprimento, logo esta empresa merece o *rating* de AAA” ou “90 em cada 1000 empresas nestas condições entram em incumprimento, logo esta merece o *rating* de BB”.

Mas classificar a dívida soberana é muito diferente de avaliar empresas. A diferença chave é que um *default* da dívida soberana nas economias modernas é um acontecimento raro. Nos estudos históricos da S&P existem apenas 13 exemplos de países que entraram em incumprimento. Nunca houve um país com o *rating* acima de BBB- que, nos 10 anos seguintes, tenha entrado em incumprimento. A Grécia será o primeiro.

É esta a essência do problema dos *ratings* da dívida soberana. Não existem amostras suficientemente grandes que permitam medir o risco de forma fiável. Portanto, o *rating*

reflecte apenas uma opinião subjectiva de um grupo de pessoas, ainda que baseada em factos. E é exactamente por ser uma opinião subjectiva e não estatística, que se gera tanta discussão em torno das suas decisões.

Existem muitos problemas com as agências de notação, como eventuais conflitos de interesse ou a falta de transparência, expostos pela crise financeira nos Estados Unidos. Mas as medidas sugeridas para fazer face a estes problemas, como a promoção da concorrência ou o aumento da regulação, pouco farão para melhorar o processo de atribuição dos *ratings* da dívida pública.

A melhor solução começa por assumir que não é possível quantificar a probabilidade de não pagamento de um país. Para guiar os investidores, as instituições internacionais, como o FMI ou o BCE, aquando das suas projeções semestrais, poderiam acrescentar um índice da capacidade de pagamento de cada Estado. Este teria de ser baseado num modelo explícito, transparente, igual para todos os países, e que tivesse em conta os principais determinantes da capacidade de pagamento. Esta solução evitaria o ruído em volta das agências de *rating* que nos tempos que correm não contribuí para nada.

Pedro Maia Gomes, professor de Economia na *Universidad Carlos III de Madrid*