



Agências de Risco

A lição de casa do Brasil

Apesar da alardeada melhora nos fundamentos econômicos, o Brasil ainda tem de percorrer um longocaminho para atingir o grau de investimento - o investment grade - que melhorará as condições de acesso de nossa economia à poupança externa.

O Brasil poderia começar a fazer a lição de casa pelo fundamento do crescimento. A taxas de 3% ao ano, o país dificilmente chegará lá. Mas precisa vencer também o desafio dos juros altos, da dívida pública elevada, do desequilíbrio do caixa da Previdência. São três ingredientes que ainda impedem muitos investidores institucionais de investir no Brasil. As agências de *rating* e o risco-Brasil apenas traduzem em números ou códigos a percepção de risco dos agentes econômicos em relação ao país.

O risco-Brasil já andou acima dos 2 mil pontos em 2002. A disparada desse índice era reflexo das dúvidas dos investidores em relação à disposição do novo governo em continuar honrando o serviço das dívidas externa e interna do país. "Esse patamar terminou por ceder vertiginosamente, muito em razão da atuação do Banco Central nos mercados de câmbio doméstico e de dívida externa, com destaque para execução do Buy-Back de 2002/2003, que proporcionou um lucro de mais de US\$ 1 bilhão sobre um investimento de US\$ 2,8 bilhões", lembra Felipe de Castro Ribeiro, Chefe da Divisão de Investimentos do BC até junho de 2006. No dia 3 de outubro deste ano, um dos principais termômetros do mercado na economia, o EMBI+ Brasil, calculado pelo Banco JP Morgan Chase, indicava 236 pontos que, embora retrate uma grande evolução do país em termos da sua credibilidade junto à comunidade financeira internacional, também demonstrava quão volátil pode ser esta medida (o indicador representava uma alta de 2,16% em relação à véspera, quando fechara a 231 pontos).

O Embi + Br, ou Emerging Market Bond Index-Plus - Brasil, é um indicador que corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por uma carteira virtual de títulos da dívida externa brasileira em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos. Conhecido por muitos como risco-país, o Embi + Br é a sobretaxa que se paga em relação à rentabilidade garantida pelos bônus do Tesouro dos Estados Unidos, considerado de risco zero. Por exemplo, se o risco-país estiver a 1.400 pontos, os títulos nacionais no mercado externo pagam um ágio de 14% em relação à taxa de juros paga nos títulos do tesouro americano. Assim, esse índice termina por ser uma espécie de termômetro que mede a opinião dos investidores internacionais a respeito do país como opção de investimento, sobretudo a sua capacidade de honrar seus pagamentos.

A importância da avaliação do risco-país é a de, ao servir de guia para os investidores externos quanto ao futuro de suas aplicações em um determinado país, encarecer ou baratear a emissão de títulos no exterior. Ainda assim, a pontuação termina por refletir a interpretação dos investidores internacionais de que quanto maior ela for, mais arriscado fica aplicar no país. Nesse caso, o governo visto como mais "arriscado" tende a oferecer taxas de juros mais elevadas para convencer os investidores externos a financiar sua dívida. Como consequência, o chamado prêmio de risco pago pelas emissões soberanas, de sua parte, termina por contaminar as emissões do setor privado, elevando o custo das captações externas da economia como um todo.

Já há algum tempo na faixa entre 200 e 250 pontos, a boa pontuação do EMBI + Br não consegue esconder uma realidade nem sempre percebida pela maioria dos analistas: há ainda muito por fazer. De fato, o conforto de um patamar em torno dos 200 pontos contra os 2000 pontos alcançados em 2002 impressiona, mas não significa que o mercado se sinta totalmente seguro com relação ao Brasil, embora demonstre que o grau de segurança aumentou muito e que o perigo de *default* percebido pelos investidores hoje é muito pequeno. "Um *spread* na casa dos 200 pontos não deixa de ser um referencial. Embora positivo, não significa necessariamente que a inserção do país na categoria do *investment grade* se dê no curtíssimo prazo. Não podemos nos esquecer que a enorme liquidez internacional e a procura por rentabilidade tiveram um papel não desprezível na contração dos *spreads* de países emergentes nos últimos anos", pondera Castro Ribeiro, do BC. "As razões para tal, que transcendem os aspectos meramente financeiros, são várias. Entre elas há questões puramente subjetivas, tais como a capacidade do país de impor o cumprimento de suas leis, o ambiente político-institucional, o grau de abertura da economia. É fato que evoluímos muito e que estamos próximos de sermos parte do seleto grupo dos países que possuem o desejado grau de investimento. Porém, fatores entre os quais destaco a não independência do BC são empecilhos que precisam ser superados."

O papel das agências

Criadas no final do século 19, as agências de *rating* não tinham como missão inicial analisar riscos de países emergentes, mas acompanhar empresas que emitiam títulos ou ações no mercado de capitais dos Estados Unidos. A missão era evitar ou prevenir calotes. A palavra do mercado que traduz o maior dos temores do sistema é *default*. A Moody's foi fundada em 1900. A Fitch Ratings surgiu em 1913. A Stand & Poors é de 1941.

Assumindo um papel fundamental para a transparência e a evolução técnica do mercado de países emergentes, o JP Morgan, o legendário de investimentos criado em 1895, em virtude da sua atuação no mercado de emergentes a partir da década de 90, tornou-se referência para os investidores interessados nessa nova modalidade de investimento, com a criação do EMBI em 1994.

As agências, por seu turno, ganharam espaço a partir de 1982 com a crise da dívida dos países da América Latina. Atolados até o pescoço, eles não tinham mais como contrair novos empréstimos. Com o advento do chamado Plano Brady, que proporcionou a possibilidade da transformação das dívidas na forma de empréstimos em títulos (a securitização), países como Brasil, México, Argentina e Rússia passaram, num momento posterior, a lançar títulos no mercado secundário. As agências tiveram, então, a tarefa de analisar, entre outros fatores, o risco de não pagamento dos papéis desses países. "De 1982, ano em que as reservas cambiais brasileiras chegaram a zero, até 1987, o Brasil sobreviveu com ajuda de empréstimos de organismos multilaterais, como o FMI. Em 1987 veio a moratória brasileira que, até 1994, impediu qualquer acesso do país aos mercados internacionais - nossas reservas internacionais tinham que ser mantidas exclusivamente no BIS, pois caso fossem investidas nos principais centros financeiros, corriam o risco de serem judicialmente arrestadas por nossos credores", lembra Renato Jansson Rosek, Chefe Adjunto de Operações do Depin/BC até junho de 2006. "A partir da década de 90, no caso brasileiro em 1994, o chamado Plano Brady viabilizou a securitização das dívidas de diversos países, transformando dívida eminentemente bancária em papéis que poderiam ser negociados no mercado secundário."

Em três agências de *rating* - Standard & Poors, Moody`s e Fitch - a metodologia de avaliação é muito parecida: turbulência política (guinada à esquerda ou possibilidade de guerra), estrutura econômica (desigualdade social e distribuição de renda), perspectiva de crescimento da economia, flexibilidade fiscal (do tipo, país tem possibilidade de aumentar receita tributária), endividamento externo e interno em relação ao PIB (perfil do endividamento, se é de longo ou curto prazo, e a que moedas está atrelado). Não é só: a avaliação de passivos contingenciais - solidez do sistema financeiro doméstico - e a estabilidade da moeda - regime cambial e independência ou não do Banco Central - também merecem atenção. Analisa-se, ainda, a liquidez externa da economia - o volume de reservas internacionais, a composição do fluxo de capitais (Investimento Estrangeiro Direto x dívida de curto prazo), o saldo em conta corrente. Por fim, a carga de endividamento externo do setor público e a carga de endividamento externo do setor privado.

Os critérios de avaliação

"As agências não revelam o peso que dão para cada um dos indicadores. Isso é caixa-preta", diz o professor José Luís Oreiro, do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná. "Mas são critérios concretos em que não existe espaço para subjetividade." Oreiro chama a atenção: a avaliação de risco por parte das agências de *rating* é uma coisa e risco-país, um índice de mercado, é outra. Enquanto as agências fazem avaliações de longo prazo, o mercado faz avaliações de curto prazo. As agências são mais lentas para avaliar o risco, mas uma afeta a outra e vice-versa. Também não estão livres de correrem riscos próprios. Na crise da Ásia, quase todos os países que entraram em colapso tinham classificações superiores ao mínimo para o grau de investimento. "O risco-Brasil, definido pelo EMBI+, chegou perto de dois mil pontos com a primeira eleição do presidente Lula, mas na avaliação das agências de *rating* o país aparecia numa situação muito pior", afirma Oreiro. "No caso do Brasil, a curva de avaliações de EMBI+ historicamente tem se situado acima da nossa avaliação de risco das agências em relação a outros países." Segundo Renato Rosek, do Banco Central, existem duas explicações para isso: a lembrança da moratória de 1987, fator importante até 1999/2000, e a elevada volatilidade macroeconômica do país nos últimos anos, constatada na grande variação da inflação e do câmbio. "Essa volatilidade aumenta a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil. É de se esperar que, daqui para frente, a consolidação da estabilidade macroeconômica alinhe o *spread* brasileiro com o de outros países de *rating* semelhante", diz Rosek.

Os riscos na América Latina

Por enquanto, o Brasil é considerado mais arriscado que a Argentina, que deu um calote em meio mundo, e que a Venezuela, que exhibe um quadro de instabilidade política superado por nós. Trata-se de um enigma para os economistas. Os professores Luiz Carlos Bresser Pereira e Yoshiaki Nakano foram dos poucos que arriscaram algumas hipóteses. Uma delas era a da contaminação da taxa de juros externa pela interna. Os juros nas alturas refletiriam no crescimento pífio da economia. País que não cresce atrai mais ativos financeiros do que IED (Investimento Externo Direto). Traduzindo: a política do Banco Central em manter a taxa Selic nas alturas acabaria contaminando a avaliação do EMBI+.

A Argentina, a bem da verdade, tem uma avaliação parecida com a nossa: AMBI+. Existem duas explicações. A primeira é a de que os mercados olham para frente, não para trás: se já deu calote, não vai dar outro. A segunda é a de que, na abundância de liquidez internacional, é muito mais atraente porque está crescendo

mais. Ainda assim, Renato Rosek lembra que a Argentina permanece sem acesso a novas captações no mercado internacional, pois persiste a ameaça de arresto da parte de credores que não aderiram ao plano de reestruturação da dívida objeto do calote. "O crescimento do país tem sido acelerado, é verdade, mas o ponto de partida, em decorrência da violenta depressão econômica em 2001/2002, é muito baixo." O caso da Venezuela é peculiar. O mercado pode avaliar que lá tem um presidente pouco amigável, mas trata-se de um inimigo sentado em barris de petróleo. "Em termos de receitas cambiais e fiscais, todavia, é totalmente dependente das reservas petrolíferas", aponta Rosek. "Além disso, grande parte da receita com a *commodities* tem sido direcionada para o consumo corrente, enquanto a maior parte das nações exportadoras de petróleo tem direcionado parcela das receitas para fundos de estabilização ou para riqueza de futuras gerações com o objetivo de manter o padrão de vida dos cidadãos para a eventualidade de uma queda substancial das cotações internacionais ou mesmo da substituição do petróleo como fonte energética no futuro."

O dever de casa

Um grupo de economistas tem levantado a necessidade de o Brasil atingir a categoria de grau de investimento para crescer. Para chegar lá, porém, o país precisa fazer algumas lições de casa. A RC Consultoria, do economista Paulo Rabello de Castro, tem ensinado algumas. Sobre a relação corrente de comércio/PIB destacou num boletim do começo de novembro que o setor externo brasileiro repetiu em 2006 o bom desempenho dos anos anteriores, apesar do câmbio sobrevalorizado, mas ressaltou que outras economias emergentes foram melhores. "A relação corrente de comércio/PIB, que foi de 22,5% este ano, deve ficar em pelo menos 40% para que o país possa se candidatar ao grau de investimento", aponta a consultoria.

O perfil da dívida pública mobiliária do Brasil ainda seria preocupante, segundo a RC Consultoria, apesar dos esforços do Tesouro Nacional para melhorar sua composição. A alternativa apresentada é de que ela seja composta de, no mínimo, 50% em títulos prefixados. Também para a Solvência Externa há ao menos uma receita. As Reservas Internacionais passaram de 39%, em maio, para 47%, em outubro. O grau de investimento estimado pela RC Consultoria seria de 30%, mas os economistas alertam para o fato de Rússia e Índia terem chegado a uma relação entre reservas internacionais líquidas e dívida externa de 63% e 129%.

Até corrigir a rota, o Brasil ainda deverá receber a classificação de país de capital especulativo por dois a quatro anos. O estigma afasta os investidores institucionais de países desenvolvidos. Muitos fundos de pensão, por exemplo, são proibidos legalmente de comprar título e/ou ações de empresas e/ou do governo brasileiro ou autorizados apenas a investir pequenos montantes. "O Brasil é visto pelos mercados como um país problemático: cresce pouco, tem dívida pública alta e carga tributária elevada", diz José Luís Oreiro. "São variáveis que sinalizam para o mercado e para as agências de *rating* dificuldades para honrar compromissos externos. Se estivesse crescendo 5% ao ano, reduzindo a carga tributária e a dívida pública, já teria alcançado o *investment grade*. Aí entraria no ciclo virtuoso da economia."

"Quando o risco-país esteve no pico, economistas ortodoxo-liberais diziam que a redução na taxa de juros só seria possível com a melhora da avaliação. O quadro mudou, mas os juros continuam elevados. Agora falam em incerteza jurisdicional", aponta Luiz Fernando de Paula, professor de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e pesquisador visitante do Centro de Estudos Brasileiros da Universidade de Oxford. "O que é preciso é que o Banco Central tenha mais ousadia

na redução da taxa de juros, condição básica para a retomada sustentada do crescimento. O Brasil depende ainda de o cenário internacional continuar favorável, pois uma reversão poderá representar efeitos negativos sobre as exportações líquidas e no ingresso de capitais, mas precisa crescer acima de quatro por cento ao ano."

Detalhe: quem acha que chegar ao grau de investimento é a salvação da lavoura pode estar apostando na redenção errada. China e Índia crescem rapidamente sem *investment grade*. Ele é importante para que as empresas nacionais possam captar recursos no exterior a custo baixo para aplicar no desenvolvimento, mas não é só isso que vai mudar a estrutura da economia brasileira. Não se trata de fórmula mágica. Ou o Brasil corrige as distorções da sua economia e cresce para ganhar o grau de investimento ou continua freqüentando a lista dos países pouco confiáveis ao investimento estrangeiro.