

CADERNOS
FECOMERCIO
DE ECONOMIA

Nº 1 · MAIO 2005



RISCO SOBERANO
DA DÍVIDA :
Componentes, efeitos e tendências

FECOMERCIO

Patrocínio

CAIXA

Para você. Para todos os brasileiros.



CADERNOS
FECOMERCIO DE
ECONOMIA

RISCO SOBERANO
DA DÍVIDA:
Componentes, efeitos e
tendências

FEDERAÇÃO DO COMÉRCIO
DO ESTADO DE SÃO PAULO

SÃO PAULO - MAIO 2005

CADERNOS FECOMERCIO DE ECONOMIA
Número 1 - maio 2005

**RISCO SOBERANO DA DÍVIDA:
COMPONENTES, EFEITOS E TENDÊNCIAS**

Responsável Técnico: Fábio Augusto Luiz Pina
São Paulo – Fecomercio



Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Rua Dr. Plínio Barreto, 285 – 5º andar
Tel.: (11) 3254.1700 - Fax: (11) 3254.1798
01313-020 – São Paulo – SP
www.fecomercio.com.br E-mail: cadernos@fecomercio.com.br

Presidente:
Abram Szajman

Diretor Executivo:
Antonio Carlos Borges

Assessoria Econômica
Diretora:
Fernanda Della Rosa

Coordenação:
Kelly Cristina de Carvalho Leite

Projeto gráfico, arte e diagramação:
MAVERPITA Serviços Editoriais

A Federação do Comércio do Estado de São Paulo se reserva os direitos autorais dos trabalhos produzidos, cuja reprodução, não obstante, poderá ser autorizada desde que citada a fonte.

APRESENTAÇÃO

Não é possível transformar o que não se conhece. Impulsionada por esta evidência, a Federação do Comércio do Estado de São Paulo tem a satisfação de fazer chegar às suas mãos o primeiro número da publicação “Cadernos Fecomercio de Economia”.

Esta iniciativa visa oferecer à sociedade brasileira a análise dos temas mais candentes da conjuntura econômica, em estudos de profundidade elaborados por especialistas.

Em muitos casos esta análise virá acompanhada por propostas dos respectivos autores. É o que ocorre neste trabalho inaugural, que discute o que é e como pode ser reduzido o chamado “risco Brasil”.

Da mesma forma o próximo número, em fase de elaboração, debaterá o que pode ser feito para melhorar as condições de crédito para as micro e pequenas empresas.

Direcionar o Brasil para uma trajetória de desenvolvimento e crescimento sustentado requer um esforço coletivo, que será tanto mais efetivo quanto mais alicerçado no conhecimento.

Ao abrir mais este espaço de convergência do pluralismo das idéias com o rigor das análises técnicas, a Fecomercio espera contribuir para o acúmulo de uma massa crítica, que melhor possa subsidiar e orientar as decisões de política econômica.

Abram Szajman

ÍNDICE

Nota do Editor	5
Introdução	7
1. Conceito de Risco	10
1.1. Risco Soberano	10
1.2. Principais Fatores de Risco	10
1.3. Como se calcula o risco soberano de um país	11
1.3.1 Método de cálculo do EMBI+	12
1.4. Custo do Risco Elevado	15
2. Risco de Países Emergentes (EMBI)	16
2.1. Índice dos títulos de países emergentes (EMBI)	16
2.2. Tipos de risco	16
3. Rating	18
3.1. Conceito.	18
3.2. Agências de Rating	18
4. Risco Brasil	21
4.1. Conceito	21
4.2. Variáveis	21
5. Medidas para reduzir o Risco Brasil	23
Considerações finais	26
Referências bibliográficas	27

NOTA DO EDITOR

A economia brasileira está plenamente integrada aos complexos mecanismos que regem os mercados mundiais e as finanças internacionais. Por esta razão, as mudanças de humores dos investidores de outras partes do mundo podem afetar um organismo econômico como o nosso, ainda muito vulnerável às crises externas.

Um termômetro desses humores é fornecido pelas agências de classificação de risco, que avaliam a capacidade dos países em honrar suas dívidas. A essa avaliação dá-se nome de *risco país*, freqüentemente mencionado pelo noticiário, mas ainda pouco compreendido.

O presente estudo se destina a definir o que é *Risco Brasil*, tanto nos aspectos genéricos, comuns a todos os países avaliados, como no específicos, determinados pelas peculiaridades brasileiras. Também analisa e faz uma breve comparação entre o risco soberano brasileiro e o de outros países emergentes que compõem o *Emerging Market Bond Index* (EMBI). Trata ainda da forma de cálculo do Risco Brasil e os fatores que compõem este risco em seus aspectos objetivos e subjetivos. Finalmente, aborda os custos específicos para um país de seu risco soberano e as medidas desejáveis e cabíveis para se perseguir a redução do risco de crédito ao longo do tempo.

INTRODUÇÃO

Assim como o risco Brasil, o chamado risco soberano de um país é de fato um termômetro da “confiança” que o investidor tem ao alocar seus recursos geograficamente em suas apostas de investimentos. Certamente as medidas de risco soberano ao redor do mundo não são perfeitas e nem sempre traduzem de forma clara os riscos existentes em determinados negócios.

Percebe-se hoje que as condições de risco soberano acabam por se transformar em um entrave para investimentos de empresas de todo porte instaladas no Brasil, ou seja, existe um mecanismo de transferência de risco do local geográfico de instalação do negócio para o negócio em si. O custo do capital de uma empresa passa a ter como piso o custo de capital do país de instalação dessa empresa, e justamente por isso interessa ao setor empresarial a avaliação e conseqüente adoção de instrumentos e medidas que permitam reduzir o risco soberano do Brasil.

Certamente existe uma enorme carga de subjetividade na formação desta escala de risco, não na sua forma de cálculo. O risco soberano tem uma forma de cálculo explícita bastante simples – que será objeto de estudos adiante – baseado no preço dos títulos soberanos (emitidos pelo governo) nos mercados internacionais. Esse aspecto, a contabilização do risco, não contém nenhum subjetivismo mas a precificação dos títulos carrega elevado grau de suposições e até de futurologia.

Se este termômetro não é perfeito, justamente por ter algum grau de subjetivismo, por estar sujeito a mudanças de humor do mercado sem que isso altere as condições objetivas das economias, também tem servido ao menos para comparações entre as percepções que existem sobre oportunidades de investimen-

***Devedores
solventes em
países
insolventes
pagam o preço
da insolvência
dessa economia***

to em diversas regiões do mundo. Quando um país tem risco maior do que outro isso deve significar que as condições objetivas daquele com maior taxa de risco são, em média, piores do que as do país de menor risco. Ao menos para isso se prestam as medidas de risco.

O mundo “globalizado” do início do século XXI é muito diferente do mundo de cem anos antes: os fluxos evoluíram de forma muito rápida e passaram a superar em volume as transações comerciais. Em termos comerciais o grau de abertura é mais ou menos equivalente, mas certamente a exposição dos países aos mercados (e sem dúvida dos mercados financeiros aos países que recebem seus investimentos) é muito maior.

A proporção e velocidade de entrada e saída de fluxos de capitais financeiros de regiões geográficas são assustadoras, e estão garantidas por uma revolução nas comunicações que criou o chamado mundo em “tempo real”. Talvez nenhum outro setor da economia tenha tanto interesse ou necessite trabalhar “*on line*” como o setor financeiro. Estas mudanças ocorridas neste último século exigiram novos parâmetros de controle e análise de investimentos que fossem condizentes com velocidade de transações deste novo modelo e a perplexidade que provoca.

Um parâmetro bastante genérico para se dar início a uma avaliação de investimentos é o risco soberano. Genérico, porque o risco soberano reza sobre as condições básicas de solvência financeira e/ou política (aí entra a maior carga de subjetividade) de um país, incluindo todas as possibilidades de aplicação financeira. Certamente, quando um investidor aporta recursos em uma empresa privada (via bolsa de valores ou investimentos em fundos) este tam-

bém se depara com a análise do risco soberano ainda que inexistam títulos públicos sendo transacionados. O risco soberano se espalha por toda a economia, como um risco de crédito “centralizado”. Devedores solventes em países insolventes pagam o preço da insolvência dessa economia, isto é, credores não podem acertar o segmento e errar o país de investimentos sob pena de resultados negativos, ainda que operacionalmente os negócios prosperem.

Diz-se que a análise do risco soberano é genérica e apenas dá início a uma avaliação de investimentos porque em seguida a essa etapa da avaliação, o potencial investidor precisa alocar seus recursos em alguma ou algumas das possibilidades existentes em uma economia. Eventualmente, as possibilidades são praticamente infinitas ao olho de um investidor e, desta forma, uma análise que pare no risco soberano de um país aonde se pode alocar recursos é muito pouco eficiente. Existem diferentes empresas com diferentes riscos em diferentes setores de cada economia.

Obviamente, as condições objetivas de uma economia se relacionam com as condições políticas, e vice-versa, sendo de fato muito difícil separá-las. Ainda assim, o chamado risco soberano, medido em pontos base, serve como um dos parâmetros para uma escala de notas geralmente atribuída a um país e/ou a uma determinada empresa. As notas que vão de AAA (o famoso “triple A” a C) ou ainda os graus de recomendação que as instituições financeiras certificam a um determinado negócio (“investment grade”, “junk bond”, etc.) dependem em alguma medida da localização geográfica destes investimentos e este referencial parte do risco soberano.

*Existem
diferentes
empresas com
diferentes
riscos em
diferentes
setores de cada
economia*

1. CONCEITO DE RISCO

1.1. Risco soberano

Risco soberano pode ser resumidamente definido como o risco de crédito atribuído pelos credores aos títulos de dívida emitidos nas esferas públicas. O risco soberano é atribuído, então, a países e não a devedores do setor privado. Normalmente o risco soberano é o piso de risco de uma economia, ou seja, considera-se que os títulos públicos de um determinado país são os mais líquidos e embutem a menor taxa de risco de crédito. Risco soberano pode ser considerado o ponto de partida para precificação que eventuais investidores fazem dos títulos e empréstimos em um determinado local, definindo por fim o custo dos empréstimos para esta economia.

Nos mercados de ativos, a presença de “prêmios de risco” explica as taxas mínimas de retorno exigidas pelos compradores para a aquisição de cada ativo em particular. Nesse contexto, as classes de risco atribuídas pelas agências aos diferentes ativos ou a seus subconjuntos incluem-se entre os elementos que afetam a determinação dos prêmios de risco e a precificação de ativos pelos agentes econômicos. Apesar de características idiossincráticas presentes na precificação de títulos no mercado financeiro, certamente se pode vislumbrar conceitos de risco amplamente aceitos pelos agentes credores como componentes do risco emergente global contemplado nos indicadores do tipo *Emergin Markets Bond Index (EMBI)*.

1.2 Principais fatores de risco

- **Risco cambial:** Política cambial de taxas de paridade fixas ou flutuantes, sempre existe um grau de incerteza sobre a taxa de conversão entre a moeda local e a moeda de investimento inicial (geral-

mente o dólar) no momento da realização dos resultados;

- **Risco de conversibilidade:** Outro risco é o de possibilidade de conversão entre as moedas. Alguns países operam com diversas regras de conversão que vão desde a proibição de converter moeda em moeda estrangeira para alguns investimentos até períodos de quarentena, e pedágios tributários ou mesmo de taxas penalizadas no câmbio de conversão;

- **Risco político:** É basicamente o risco de alterações significativas no ambiente político que inviabilize de alguma maneira o cumprimento de contratos anteriores;

- **Risco regulatório:** Esse risco também diz respeito à mudança de regras pré-estabelecidas, ainda que o ambiente político não seja alterado. Mudanças tributárias, problemas com a configuração de propriedade, modificações nos aspectos legais dos investimentos financeiros, etc.

- **Risco soberano:** Grosso modo é a reunião destes riscos somados a outros aspectos idiossincráticos, que cada agente aloca a determinado investimento.

1.3 Como se calcula o risco soberano de um país

O *Emerging Markets Bond Index* (EMBI) é o principal índice de risco soberano para países emergentes e é calculado desde 1992 pelo JP Morgan. Inicialmente contava com 11 países: Argentina, Brasil, Bulgária, Equador, México, Nigéria, Panamá, Peru, Polônia, Rússia e Venezuela. Este indicador foi substituído em 2002 pelo EMBI + que se aplica a 19 países. Foram incluídos o Panamá, Egito, Malásia, Marrocos, África do Sul, Turquia, Ucrânia e Filipinas. Os países da América Latina representam cerca de 60% do indicador.

*O índice
EMBI para
países
emergentes é
calculado pelo
JP Morgan
desde 1992*

O critério de inclusão de um país no indicador segue o seguinte padrão:

- Ter rating inferior a BBB+;
- Ter emissões negociadas em mercados internacionais superiores a US\$ 500 milhões.

Após a seleção dos países que vão compor o indicador, os títulos de dívida que podem fazer parte do EMBI+ também são selecionados segundo um critério técnico arbitrário: títulos com maior liquidez sem que sejam explicitamente caracterizados os parâmetros considerados para definir essa liquidez. A título de curiosidade atualmente 90 títulos compõem o EMBI+.

Vale lembrar que o JP Morgan elabora índices derivados do EMBI+ como o EMBI Global, Global Diversified, etc. O peso dos países varia a cada cotação de seus títulos nos mercados internacionais e não é explicitamente divulgado, mas é certamente um valor ponderado do peso em dólares e volume de cada título que compõe o indicador em relação ao total de títulos inseridos no EMBI+.

1.3.1. Método de Cálculo Específico do EMBI+

Os EMBI são índices compostos de retornos auferidos a partir de uma carteira de títulos selecionados e provêm da média ponderada dos retornos de cada título selecionados, de acordo com sua participação no mercado. Eis, a seguir, os passos da metodologia de cálculo:

a) Calcula-se o retorno diário total de cada título de dívida individualmente.

b) Para cada tipo de dívida (títulos *brady*, eurobônus e empréstimos), calcula-se a média ponderada dos retornos diários de cada título, selecionado segundo sua participação no mercado.

c) Calcula-se a média ponderada dos retornos diários do conjunto dos três tipos de títulos (*brady*, eurobônus e empréstimos).

Todos os outros índices do JPMorgan mencionados acima usam o mesmo método de cálculo (exceto o ELMi+). As variações se referem apenas aos valores e tipos de títulos cobertos pelos índices.

Quando um país recebe rating A- das agências (Moody's ou Standard & Poors) automaticamente deixa de compor o EMBI+, e não pode ser novamente incluído pelos próximos 12 meses. No caso dos títulos, só podem ser acrescentados ao EMBI+ se na data de sua inclusão estiverem a um mínimo de dois anos e meio do vencimento.

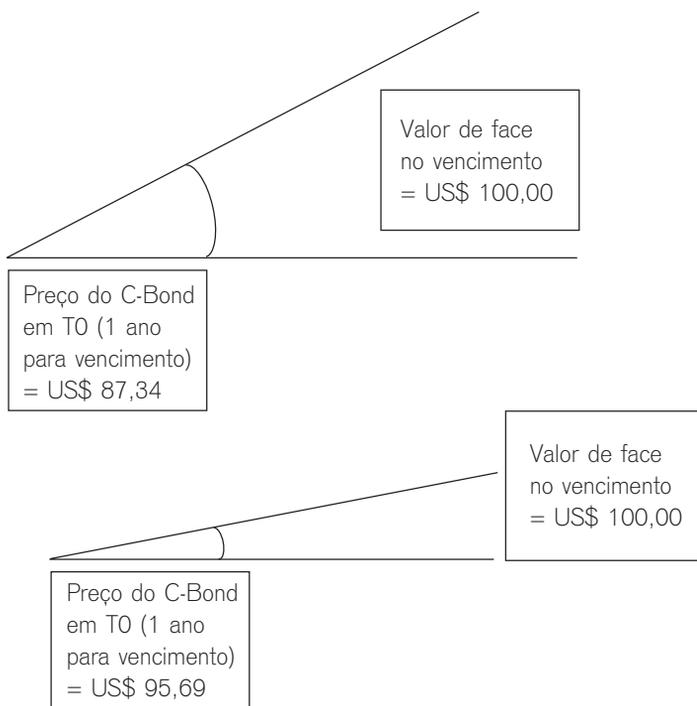
Para o cálculo do Risco Brasil atualmente são utilizados os seguintes títulos: Global 05, 06, 07, 08, 09, 10, 12, 20, 24, 27, 30, 40, C-Bonds, Discount Bonds (DCB), Flirb, New Money Bonds (NMB), Par Bonds e ELEGIBLE Interest Bonds (EIB).

No caso brasileiro, e em todos os países, é calculada uma média ponderada do volume de títulos emitidos (os considerados acima) e no preço médio de negociação destes títulos. A partir destes preços médios e volumes de títulos do Brasil calcula-se a Taxa Interna de Retorno (TIR) destes papéis, que vem a ser a taxa de juros implícita no valor de vencimento dos títulos e seus cupons intermediários. Do resultado em porcentagem da taxa de juros pagos pelos títulos soberanos brasileiros subtrai-se a taxa de juro paga pelos títulos do Tesouro Americano de prazo médio igual aos que compõe a cesta de títulos brasileiros; método de prazo médio para cestas de títulos. O JP Morgan calcula diariamente ao encerramento do pregão de Nova Iorque. Exemplo: Os cálculos do dia indicam 14,5% ao ano de juro pagos em média pelos títulos brasileiros negociados e que compõe o EMBI+ sendo o prazo médio de vencimento de 10

***Risco maior
ao longo do
tempo leva a
taxas menores
de crescimento,
emprego e
renda***

anos. Supondo que o *Treasury Bond* (e o *T-Bond* de 10 anos seria o título equivalente para comparação neste caso) americano de 10 anos pague taxa de 4,5% ao ano. O risco Brasil seria de 14,5% - 4,5%, ou seja, 10%. Multiplica-se este valor por 100 e ao resultado se dá o nome de *pontos Base (pb)* ou *basis points (bp)*. Neste caso, o Risco Brasil seria de 1.000 pb. Essa metodologia é utilizada isoladamente para cada país e também para o conjunto de países do EMBI+. Os cálculos são apresentados em tempo real enquanto o pregão de Nova Iorque estiver aberto.

Exemplo 1 - Cálculo da remuneração de um título



Quanto maior o ângulo de crescimento do valor do título entre sua compra e vencimento, maior a taxa de juros implícita na operação. Assim, para re-

ceber US\$ 100,00 em uma aplicação, como no exemplo acima, após maturação de um ano, um investidor precisaria desembolsar apenas US\$ 87,34 dólares com a aplicação brasileira e US\$ 95,69 com a compra de um título de mesmo prazo e valor final nos Estados Unidos. Isso dá uma dimensão do custo de um risco mais elevado que implica em taxas de retorno exigidas maiores. No caso acima, a venda de títulos americanos trouxe um volume de recursos maior para um recebimento monetário idêntico ao brasileiro.

1.4. Custo do risco elevado

A rigor os principais obstáculos de uma economia quando apresenta elevado risco percebido são referentes ao custo e à dificuldade em obter recursos para investimento ou consumo. Como mostrado anteriormente quanto maior o risco inerente de uma economia, menor o volume de recursos disponíveis para financiar o desenvolvimento desta economia.

O apetite de risco dos investidores varia de acordo com o grau de liquidez de um determinado momento, mas sempre existe dinheiro mais barato para aquelas economias mais ajustadas e, por ajustadas se compreende mais eficientes. Isso vale igualmente para investimentos em países, setores ou empresas específicas. Empresas mais lucrativas e produtivas conseguem linhas de crédito mais baratas ao longo do tempo.

O custo se verifica na baixa propensão a investir do setor produtivo e financeiro em uma economia embebida em vários fatores que potencializam o seu risco percebido. E, portanto, um risco maior ao longo do tempo leva a taxas de crescimento, geração de emprego e renda menores. O custo disso é abrir mão do próprio desenvolvimento econômico e do aumento do padrão de consumo e produção do país.

Os fatores avaliados são os indicadores macroeconômicos de um país, principalmente os de solvência

2. RISCO DE PAÍSES EMERGENTES

2.1. Índice dos títulos de países emergentes (EMBI)

Quanto a índices como o EMBI+ construídos a partir dos movimentos de preços nos mercados secundários de ativos de economias emergentes, vale lembrar sua estreita relação com os custos de captação de novos recursos via emissões soberanas ou privadas. Portanto, são importantes a correlação e a eventual causalidade entre, de um lado, classificações qualitativas de risco-soberano e, de outro, índices de prêmio cobrados nos mercados secundários de títulos soberanos, pois estes afetam as taxas de juros em economias emergentes. Este é um meio de as classificações soberanas influenciarem diretamente a gestão macroeconômica das economias emergentes.

2.2. Tipos de risco

É ainda possível caminhar para uma especificação macroeconômica de forma a caracterizar os riscos avaliados pelos credores em duas vertentes: os fatores de risco objetivos e fatores de risco subjetivos. Por serem explícitos a todos os agentes os fatores objetivos são mais fáceis de serem compreendidos. Os fatores subjetivos não, porque basicamente dependentes da avaliação momentânea de um agente econômico.

Os fatores objetivos mais comuns avaliados são os indicadores macroeconômicos de um país, principalmente os indicadores de solvência. Eis os principais:

- Relação dívida externa/PIB;
- Relação dívida externa/exportações;
- Relação dívida interna/PIB;
- Resultado fiscal;

- Evolução dos indicadores de solvência;
- Existência ou não de episódios recentes de moratória;
- Grau de abertura comercial (corrente de comércio/PIB);

Do ponto de vista dos fatores subjetivos se deve dar maior atenção ao aspecto político. Os agentes investidores analisam possibilidades de retorno, e devem avaliar corretamente as condições do ambiente político onde pretendem fazer os investimentos. Das decisões políticas podem surgir problemas ou oportunidades para um determinado investimento. Ambientes políticos estáveis, com regras claras de mercado de capitais e de cláusulas pétreas sobre direito de propriedade tendem a ser mais atraentes do que mercados com baixo índice de institucionalização. Neste caso entendido como institucionalização de procedimentos legais e de regras claras, ou seja, institucionalização geral do país em que as regras não mudam, principalmente contratuais. Mercados emergentes têm avaliação de risco de baixa qualidade exatamente em razão de fatores subjetivos como mudanças constantes nas regras de investimento, bloqueio de reservas e histórico de desrespeito ao direito de propriedade.

Em ambos os casos o que o investidor analisa é a capacidade de pagamento do credor, que sempre corre algum risco de inadimplência. Essa inadimplência pode ocorrer em razão de má gestão de política econômica, crises internacionais, alteração de preços relativos, isto é, fatores que reduzem o volume de recursos disponíveis para pagar o financiador. Mas essa inadimplência também pode ser fruto de uma decisão política de arresto (bloqueio de bens e direitos) e violência contra os direitos de propriedade e com quebras de contrato.

Das decisões políticas podem surgir problemas ou oportunidades para um determinado investimento

3. RATING

3.1. Conceito

O rating pode ser considerado uma classificação genérica que, em caso de risco de crédito, pode ser utilizado para determinar em quais condições relativas um agente devedor se coloca em relação a outros. O conceito de rating de crédito tenta abranger e expor aos credores, de forma rápida e simplificada, o maior número de variáveis explícitas e implícitas existentes a respeito dos tomadores de crédito. A classificação dos agentes devedores se dá por meio de cálculos ponderados de variáveis colocadas de forma arbitrária, mas que valem para todos os devedores. Assim, as variáveis consideradas são sempre as mesmas. Em resumo, cabe às agências de rating calcular o “credit score” dos eventuais tomadores de recursos, sejam estes países ou agentes privados.

3.2. Agências de Rating

Moody's e a Standard & Poor's são as principais agências de rating no mundo. É com base neste primeiro indicador, o EMBI, que as agências de rating, agências internacionais que avaliam a relação preço benefício dos investimentos por intermédio do risco atribuído aos investimentos e atribuem notas que vão de AAA a C- aos investimentos possíveis analisados. Essas agências de rating têm seus próprios critérios e fazem os cálculos iniciais com base no risco dos títulos negociados em cada país. A partir destas notas orientam seus clientes a investir, reduzir, manter ou elevar a participação de um determinado ativo na carteira de investimentos.

Além da identificação primária da origem do investimento privado ou não, na sua análise de risco de investimentos as agências de rating normalmente consideram os seguintes critérios:

- **Earning Per Share - EPS**

Em português, 'Resultado líquido por ação'. Indicador financeiro obtido por meio da divisão do resultado líquido de uma empresa pelo número de ações que constituem o seu capital social.

- **Dividend Yield**

Rentabilidade dos dividendos distribuídos por uma sociedade sobre ativo.

- **Dividend per share - DPS**

Dividendo por ação. Valor que corresponde à divisão dos dividendos (distribuição de lucros ou reservas aos acionistas) pelo número de ações que constituem o seu capital social.

- **Cash Flow**

Valor correspondente ao fluxo de geração de capital de uma empresa, isto é, a sua capacidade de gerar dinheiro.

- **Price Earning Ratio - PER**

Indicador financeiro que consiste na divisão da cotação de mercado de um título pelo seu resultado líquido por ação (EPS) estimado.

Os ativos, que normalmente são ações ou frações ideais de investimento/participação, considerados mais atraentes em termos de risco, ou seja, pequeno risco em relação a outros ativos recebem notas elevadas, por exemplo AAA, AA+ e, portanto, a classificação de *Investment Grade* que o título tem todas as condições para uma grande participação na formação de qualquer portfólio. Os títulos com notas abaixo de BB são considerados de risco elevado, mas com boa expectativa e geralmente indicados para com-

Os "junkie bonds" são chamados de títulos para apostadores de cassino

por uma pequena fração das carteiras. São os ativos que habitualmente recebem indicações de *underweight*, ou seja, para que, de fato, a sua participação na composição seja pequena. Destes ativos fazem parte os chamados “junkie bonds” ou papéis podres, com notas abaixo de B (B-, CCC ou até D). No caso dos “junkie bonds” poucas são carteiras que se arriscam a incorporá-los, e sempre se prestam a investidores agressivos e pouco conservadores, com alta tendência ao risco. São também chamados de títulos para apostadores de cassino.



4. RISCO BRASIL

4.1 Conceito

Segundo a agência Moody's o rating pode ser definido como uma opinião sobre risco relativo baseado na capacidade e vontade do emissor em pagar principal e juros completamente e no prazo acordado durante o período de vigência do instrumento de dívida e severidade da perda, em caso de inadimplência.

O chamado Risco Brasil é um caso particular do risco inerente a um investimento pertencente a um subconjunto de ativos cuja particularidade é a de terem origem brasileira.

4.2. Variáveis

O Risco Brasil também compõe o EMBI e tem uma participação bastante elevada no indicador exatamente em função do volume de títulos que o país colocou como dívida externa soberana ou privada. Apesar disso, os critérios para se avaliar o risco Brasil consideram avaliações de itens de natureza comum para qualquer análise de risco como:

- Renda per capita no país destino de investimentos;
- Inflação nos últimos anos;
- Taxa de crescimento econômico média dos últimos anos;
- Relação dívida externa/receitas em contas correntes externas;
- Relação dívida externa/PIB;
- Relação dívida pública/receitas públicas;

*Ao perceber um
ilimitado
aumento dos
tributos, os
credores voltam a
avaliar de forma
negativa o risco
do País*

- Relação dívida pública/superávit primário;
- Episódios de moratória posteriores a 1975;
- Grau de abertura comercial (corrente de comércio/PIB).

Este é o conjunto principal de itens que compõem o risco de um investimento no Brasil, e em geral nos países destino dos investimentos.



5. MEDIDAS PARA REDUZIR O CUSTO BRASIL

O grande desafio do Brasil foi bem definido pelo ex-presidente do Banco Central, Armínio Fraga: o Brasil precisa atingir a condição de *Investment Grade*. Ele quer dizer que o País precisa ter condições reduzidas de risco que permitam às agências de rating “indicarem” o Brasil a investidores de todos os tipos de carteira, até as de características mais conservadoras.

O conceito de *investment grade* é baseado na qualidade do devedor, que neste caso específico oferece pouco risco e retorno apropriado. Com baixo risco, o custo do financiamento seria menor, e certamente o planejamento de investimentos avançaria levando a aportar no Brasil negócios de maturação mais longa e retorno mais duradouro. Somente desta forma é possível pensar em projetos de longo prazo para o Brasil.

É preciso ter condições de investimento barato e de longo prazo que, aliás caminham juntas, para, aí sim, propor um projeto de desenvolvimento sustentado de longo prazo, e não o contrário: propor o projeto e depois garantir a condição de *investment grade*.

Desta forma, as principais medidas de redução de risco também devem ser avaliadas em dois aspectos: redução dos componentes de risco objetivo e das componentes de risco subjetivo.

No campo das condições objetivas o Brasil precisa ainda implementar e completar várias reformas que viabilizem a perpetuação de investimentos em áreas como infra-estrutura de transportes, de energia, comunicações, etc. São basicamente os aspectos da chamada *Agenda Micro* e a Fecomercio tem muitas propostas em várias áreas, começando pela fiscal, passando pelas propostas de simplificação burocráticas.

Do lado das receitas e despesas públicas são necessários instrumentos que garantam qualidade ao ajuste fiscal. O País tem alcançado êxito em manter superávits primários, mas se valendo apenas do aumento da carga tributária. Se esta solução é aceita pelos credores no curto prazo, a longo prazo isso não ocorre pois não se pode ajustar o caixa por meio de intermináveis aumentos de receitas. Ao perceber um ilimitado aumento dos tributos, os credores voltam a avaliar de forma negativa o risco do País, com todas as conseqüências que isso pode trazer.

No caso da burocracia o quadro é simbólico: enquanto em países como Espanha e Itália leva uma ou duas semanas, para abrir uma empresa um investidor do setor produtivo no Brasil pode levar cerca de meio ano para conseguir todos os documentos e licenças necessárias ao seu empreendimento.

Assim, é mais arriscado, e também mais difícil, investir no Brasil. Um Poupa Tempo do empresário poderia resolver em parte esse problema bastando para isso coordenação entre os níveis de governo. É comum a prefeitura não conversar com governo estadual que por sua vez não tem diálogo com as esferas federais. Documentos em penca, às vezes redundantes e/ou contraditórios acabam por permear a vida do empresário no Brasil, que acaba por não focar o principal: sua atividade produtiva.

Além das medidas relativas à Agenda Micro citadas acima, o Brasil deve continuar aumentando sua participação no comércio exterior, fazer mais esforços em ganhos de produtividade, emitir títulos sempre que as condições sejam favoráveis e adotar políticas econômicas que garantam a inserção e manutenção do País no mercado global, exatamente como uma economia de mercado.

Do ponto de vista subjetivo o maior trabalho está em elevar o grau de institucionalização do país. Isto é, aumentar as garantias de que a troca de governos ou apenas a vontade política de um governante em determinado momento não seja motivo para mudanças das regras da forma que hoje ocorre: com enorme facilidade se alteram impostos, preços, contratos, retiram direitos de propriedade, etc. Isso requer reformas significativas nos três poderes de forma a equilibrar o jogo de forças entre o Judiciário e os outros poderes, limitar mais claramente o alcance de cada poder e o de seus membros, reduzir ou coibir o uso de Medidas Provisórias como instrumento de governo e promover a reforma partidária.

Neste quesito ainda pode-se considerar medidas que melhorem as garantias ao direito da propriedade privada, e outras que reduzam as alterações no Brasil nas regras, principalmente na questão tributária. Garantir a governabilidade e a estabilidade são fatores fundamentais para reduzir as fontes subjetivas de risco. É necessário mais apreço à manutenção dos contratos, das regras do jogo. Estes “detalhes” alijam o País de maiores e melhores investimentos em quase todas as áreas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os métodos de cálculo dos prêmios de risco para os países emergentes são bastante explícitos, contrariando a idéia de que estes números sejam construídos de acordo com o desejo de alguns poucos analistas do JP Morgan. No entanto, a percepção que os investidores têm a respeito das condições presentes e futuras de um determinado país, essas sim são carregadas de um grau de subjetividade impossível de quantificar.

Vários textos são preparados explicitando as condições de investimento em cada região e dependendo do analista consultado existe a opção por um ou outro investimento. De certa maneira, os preços dos títulos podem ser influenciados por fatores objetivos e subjetivos. Apesar disso não há hipótese de os analistas do JP Morgan alterarem o risco que o mercado percebe ao precificar determinado título soberano. Diante dos volumes mínimos de emissões para os títulos pertencerem ao EMBI+ também não é razoável aceitar que, isoladamente, um agente econômico possa alterar a estrutura de preços facilmente por muito tempo. Desta forma, quanto ao cálculo e precisão das taxas de risco não há dúvidas substantivas.

Do ponto de vista de efeitos as taxas de juros pagas por um determinado país dependem de suas políticas internas e do histórico de tratamento dispensado ao investimento privado. As mais variadas reformas - que de um modo geral repercutem na Fecomercio - sempre aparecem como aspectos fundamentais para reduzir riscos e aumentar investimentos no Brasil. Este é mais um fator que reforça a necessidade de se implementar uma agenda séria de reformas, principalmente de âmbito microeconômico.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Emerging Markets Annual; Barclays Capital, 2005;
- NBER Working Paper w10560, de junho de 2004; site www.nber.org
- NBER Working Paper w9806 de junho de 2003; site www.nber.org
- “O que é mesmo custo Brasil”, Revista Exame, 2 de agosto de 1995;
- “E por falar em custo Brasil”, publicação da Associação Comercial de São Paulo;
- “Risco Soberano e prêmios de risco em economias emergentes”, Ministério da Fazenda; site www.fazenda.gov.br/sain/temas_de_economia_01_resumo.htm
- Franco, Gustavo: “O segundo senso de capitais estrangeiros no Brasil”, Escola de economia da PUC-Rio;
- “O que é risco Brasil”; Folha on line, site www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u76171.shtml



Guia para o mercado, referência para os negócios

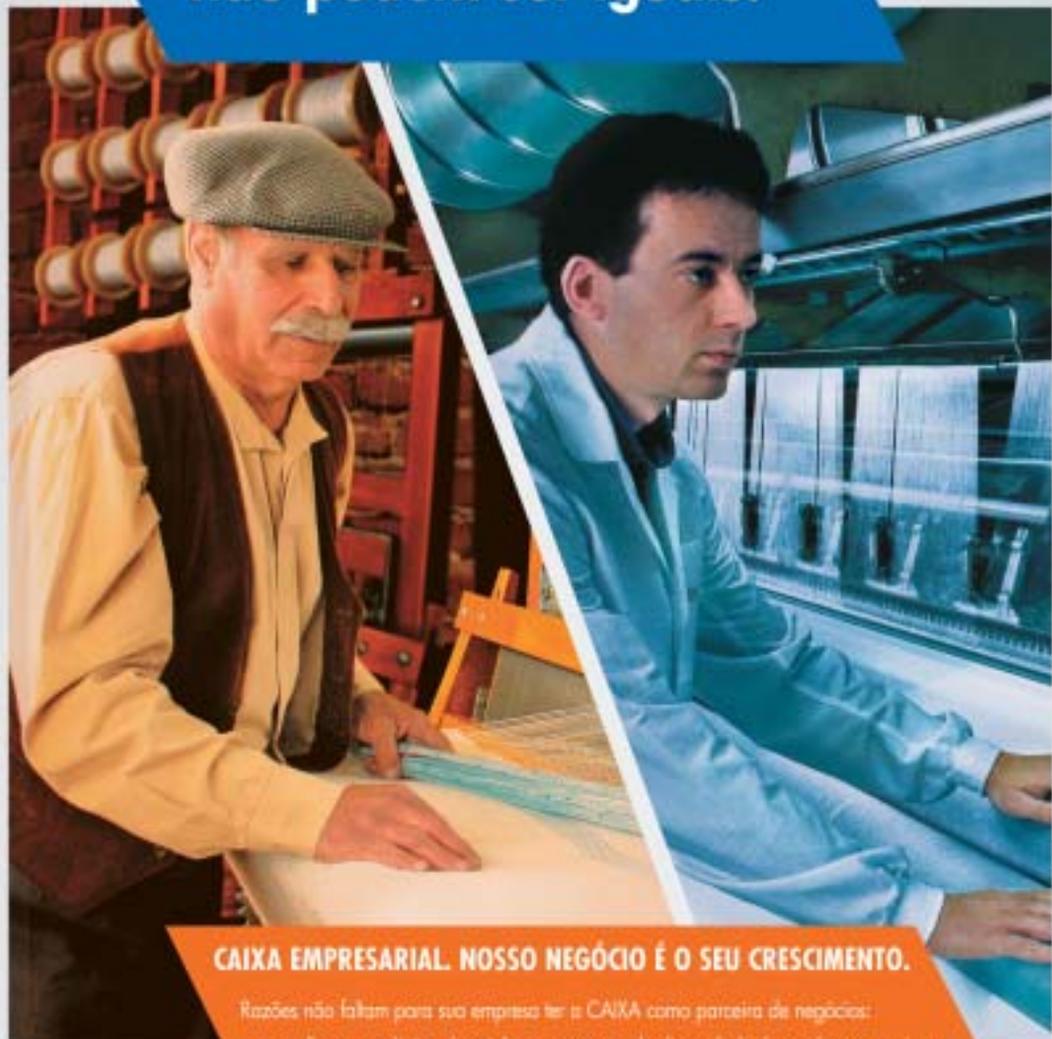
A Fecomercio é uma entidade voltada para a promoção do crescimento e desenvolvimento das empresas do comércio e serviços, atuando como um guia, aliando credibilidade a uma visão moderna, em sintonia com o mercado.

A nova sede da Fecomercio é um dos mais completos centros de negócios de São Paulo, onde as empresas poderão encontrar a sua referência em soluções.



Rua Dr. Plínio Barreto, 285 - Tel.: 3254.1700 - CEP 01313-020 - São Paulo - SP
www.fecomercio.com.br

Se as empresas têm
necessidades diferentes,
as soluções de crédito
não podem ser iguais.



CAIXA EMPRESARIAL. NOSSO NEGÓCIO É O SEU CRESCIMENTO.

Razões não faltam para sua empresa ter a CAIXA como parceira de negócios: as melhores condições de crédito e prazo, ampla diversidade de produtos e serviços, além da vantagem de ser a única instituição financeira presente em todas as municípios brasileiras. É a CAIXA sempre do seu lado, pronta para ajudar sua empresa a crescer. Porque quanto mais ela cresce, mais cresce o Brasil.

CAIXA
Parceira. Para além do dinheiro.

BRASIL
UM PAÍS QUE CRESCE
GOVERNO FEDERAL