

## ARTIGO

# Brasil sob suspeita: até quando?

OCTÁVIO DE BARROS

Parece meio óbvio que o grau de exposição ao risco exibido pela economia brasileira hoje é bem menor do que o observado antes da mudança de regime cambial em janeiro de 1999. Também ninguém vai discordar que as incertezas hoje existentes são significativamente menores do que aquelas que o País experimentou no ano passado. É igualmente difícil encontrar algum analista que questione a capacidade brasileira de atingir as metas de superávit fiscal até 2002. Mesmo as recentes revisões para baixo do superávit comercial têm encontrado uma grande tolerância de um mercado que reconhece a expansão espetacular das exportações de produtos manufaturados, que é o verdadeiro elo dinâmico de inserção internacional de qualquer país.

Os dados de investimento direto são ainda mais impressionantes. Tem havido de fato uma aposta de longo prazo na economia brasileira fazendo com que, mesmo na ausência de privatizações, os investimentos diretos estejam alcançando números elevados. Não seria muito ousado imaginar que as multinacionais trarão este ano para o Brasil mais recursos não relacionados à privatização do que em 99. O fluxo abundante de investimentos diretos tem sido a grande âncora da política monetária de queda de juros, graças a um ambiente de baixa volatilidade do câmbio que ele assegura.

Neste contexto de câmbio pouco volátil, não há pressões inflacionárias relevantes à vista e as metas acertadas deverão ser atingidas sem grandes dificuldades. Preocupação com a inflação é coisa que não adianta, quando o inflação targeting tiver que lidar pela primeira vez com pressões de demanda, o que está longe de ser o caso este ano. Além disso, com o passar do tempo e maior maturidade do novo regime cambial, o repasse de eventuais desvalorizações aos preços tende a ser cada vez menor.

Tampouco seria um exagero afirmar que há um grande otimismo em relação ao Brasil real. Os balanços do primeiro semestre já sugerem uma boa saúde das empresas brasileiras. Com juros em queda, o potencial de crescimento das bolsas é, portanto, significativo nos próximos meses. Cerca de dois terços dos setores de atividade de mostram vigor de uma retomada que já chegou até mesmo na geração líquida de empregos que é, geralmente, o último dos indicadores macroeconômicos a revelar vitalidade. O crédito doméstico substituindo o externo já dá sinais de dinamismo tanto na área bancária quanto no mercado de capitais, com inúmeras operações com prazos superiores a 3 anos a custos mais suportáveis. Não se trata de um otimismo eufórico, mas certamente é um otimismo que tem feito muitos administradores de carteiras de investimentos de renda fixa e variável sugerir maior participação relativa do Brasil. Os bons números na área fiscal, inflação sob controle, desemprego cadente, a criação de uma cultura de responsabilidade fiscal, a baixíssima volatilidade cambial nos meses recentes e o maior apetite exportador de indústrias multinacionais (que historicamente só pensam no mercado interno), têm ventilado a percepção de que o País está na trilha certa. Trata-se apenas de um começo, mas que a trilha adequada é esta, poucos questionam.

**Risco** - Ocorre que, diante de um conjunto de muito boas notícias, ainda se observa uma grande rigidez à baixa do risco Brasil, expressa na cotação dos títulos soberanos negociados no mercado internacional. Os spreads dos títulos brasileiros no exterior não têm sofrido qualquer modificação relevante nos últimos meses. As agências classificadoras de risco, por seu turno, não se dispuseram ainda a reavaliar a posição relativa do Brasil. No máximo, asseguraram uma perspectiva positiva sem trazer o risco Brasil de volta aos níveis prévios à desvalorização cambial, quando o País convivia com um nível de indefinições e ameaças muito maior.

O fato é que o mercado e as agências têm um pé atrás com relação ao Brasil. Razões não lhes



Octávio de Barros: "Pelo menos uns 5 anos de purgatório"

faltam para isso. É como se todos quisessem, mas ao mesmo tempo temessem, acreditar que o Brasil mudou e que desta vez vai entregar o que prometeu. Preferem aguardar um pouco para colocar mais fichas no País. É um ceticismo natural que sempre existiu. Na visão do investidor estrangeiro, o Brasil é um País que já lhe trouxe grandes alegrias e grandes frustrações. Ainda é visto como um país cuja política econômica é ciclotímica, onde retrocessos nunca podem ser descartados.

Há um reconhecimento de que a mudança de regime cambial trouxe uma nova perspectiva para a superação do recorrente problema da restrição externa do balanço de pagamentos, que já fez desabar um grande número de planos de estabilização num pas-

sado não muito remoto. Reconhece-se também que há avanços institucionais sobretudo na construção de uma cultura da responsabilidade fiscal onde, finalmente, a peça or-

çamentária tem tudo para passar a ser compreendida como a principal arena de exercício da democracia e de explicitação dos conflitos. Mas suspeita-se sempre que as regras e as leis no Brasil possam não pegar e que um novo dirigente no futuro possa dar alguns passos para trás.

**Descontinuidade** - Em outras palavras, está presente o risco de descontinuidade de uma política econômica que, apesar de desgastada por crises externas, ataques especulativos e algumas "diagnósticas endógenas", é percebida como formulada por uma equipe econômica competente e comprometida com o ajuste fiscal, com o ajuste do setor externo e com a retomada sem medo do crescimento econômico. Não é por outra razão que se paga um prêmio de risco mais alto para emissões externas com vencimentos depois de 2002. Da mesma forma, é provável que haja daqui para frente incrementos de prêmio de risco no esforço de alongamento da dívida mobiliária doméstica com a emissão de títulos públicos com vencimento depois de 2002.

Portanto, há muitas razões para o mercado resistir a promover uma precificação mais generosa em relação aos títulos brasileiros, sejam eles públicos ou privados. Não que uma melhora de cotações não possa ocorrer. Ela já é perceptível no custo das linhas comerciais. É possível que, na ausência de estresse político com o caso EJ, haja também uma melhora na cotação dos brades até o fim do ano. O problema é que a percepção de risco Brasil não se modificou na velocidade da evidente melhora dos indicadores de retomada econômica e dos ajustes fiscal e externo em curso.

No ano de 1999, foi compreensível a reação do mercado em relação ao Brasil. O próprio FMI estava tateando em metas contraditórias de agregados monetários e de piso mensal de reservas líquidas convivendo com câmbio flutuante e inflação targeting. Depois da surpresa de um PIB que não caiu (cresceu 1%), de um pass-through de país asiático e de uma taxa cambial que se acomodou depois do overshooting inicial, começou a cair a ficha de que a relação custo/benefício da desvalorização cambial foi bastante baixa. Por maiores que tenham sido os custos iniciais do ponto de vista fiscal e dos preços, os benefícios vêm se tornando tão evidentes nos últimos meses que é de se esperar que, mais cedo ou mais tarde, o

mercado sancione nos preços dos ativos brasileiros a melhora qualitativa dos fundamentos.

**Juros** - O aspecto mais relevante, que não poderá deixar de ser apreciado pelas agências classificadoras de risco e pelo mercado, refere-se à trajetória dos juros reais no Brasil. Se examinarmos em perspectiva o período 1991-1998, nos damos conta que a taxa real de juros média foi de 25,4% ao ano. Em 1999, ela já atingia 15,9% e neste momento já está em 10,3% (deflacionada pela inflação futura) com a promessa de poder chegar a 7% ou 7,5% no fim de 2001. Quando o Banco Central sinaliza com taxas reais de juros tão baixas para padrões históricos brasileiros e similares à média dos países emergentes, subrepticamente, a mensagem é a seguinte: "Vocês tinham razão em avaliar o Brasil como país de altíssimo risco com taxas de juros domésticas tão exorbitantes. Mas agora, com o mercado aceitando financiar o endividamento público com taxas de juros reais em forte declínio, não tem cabimento suspeitar do financiamento voluntário do desequilíbrio fiscal brasileiro, ainda remanescente." Se o mercado aceitar financiar o Brasil a taxas de juros reais em forte declínio, não há por que não se reavalie o risco brasileiro.

De fato, com o déficit público despencando de 10% em 1999 para menos de 4% em 2000, podendo fechar o ano que vem até abaixo das metas de Maastricht (3%), é sinal de que as coisas estão no rumo adequado. A louvável determinação de explicitação permanente dos chamados "esqueletos" que ainda restam é raríssima em países em desenvolvimento e mesmo desenvolvidos, onde não é pouco comum jogarem os problemas para debaixo do tapete.

A questão do risco de default ou de renegociação involuntária da dívida brasileira interna ou externa continua sendo uma obsessão mesmo com claríssima evidência empírica nos últimos anos, de níveis significativamente menores de inadimplência de emissores brasileiros comparativamente aos de outros países emergentes mais bem classificados que o Brasil. Trabalho recente da Anbid é definitivo na documentação desta distorção. Não é à toa que as agências se desgastaram tanto na época das crises asiática e russa. Depois disso, vale a máxima: gato escaldado tem medo de água fria.

Entretanto, a relutância das agências de rating em conceder uma upgrade para o Brasil precisa ser compreendida pelo fato de as mesmas serem por definição muito conservadoras, além de sempre quererem parecer serem ainda mais conservadoras do que de fato são, por trabalharem essencialmente para investidores de renda fixa. As agências de rating não têm qualquer compromisso com investidores diretos ou de ações que têm muito mais apetite pelo risco. Por esta razão, não deve ser visto com surpresa o brutal descompasso entre a percepção dos investidores estratégicos diretos de longo prazo e dos investidores estrangeiros de renda fixa. Isto posto, as agências se baseiam em dezenas de indicadores de monitoramento macroeconômico e político que, em tese, devem ter caráter objetivo e transparente. Porém, há graus elevados de subjetividade na avaliação das agências no que concerne a análise do risco soberano.

Pelo andar da carruagem, parece claro que o Brasil está a mu-



tos anos de tornar-se um país "investment graded". Quando isto ocorrer, terá à sua disposição um mercado internacional de capitais autorizado a carregar posições brasileiras cerca de 15 vezes maiores do que as atuais. Fundos de pensão e investidores institucionais de países desenvolvidos se habilitariam estatutariamente a carregar em suas carteiras títulos de emissores brasileiros. Isto vai tomar muito tempo. Por mais bem-sucedida que a política econômica brasileira venha ser daqui para frente, uns dois ou três anos depois da próxima eleição presidencial, com consistência e continuidade dos ajustes e reformas, o País terá boas chances de tornar-se investment graded. Portanto, o País tem pelo menos uns 5 anos de purgatório caso mostre-se de fato arrependido de seus pecados.

As agências e o mercado não se contentam apenas com promessas de ajuste. Cobram consistência via indicadores. Neste sentido, o Brasil ainda tem os piores do mundo em desenvolvimento (sem falar dos sociais), sobretudo no que se refere ao balanço de pagamentos. Não adianta prever que com o regime de câmbio flutuante tudo vai se ajustar naturalmente e os ratos do setor externo vão ficar mais bonitos. O problema é que os benefícios da mudança de regime cambial só serão perceptíveis nos indicadores a médio e longo prazos. Continuaremos por muito tempo registrando a maior relação passivo externo/exportações ou serviço da dívida/exportações, dívida externa líquida/exportações ou qualquer outro indicador que esteja relacionado às exportações. São índices implacáveis que refletem a liquidez externa de um país. É claro que as exportações brasileiras irão crescer e já estão crescendo consideravelmente, mas uma mudança estrutural não se dá em apenas um par de anos. É bem verdade que o Brasil tem o segundo maior déficit em

conta corrente nominal do mundo depois dos EUA e responde atualmente por 45,4% de todo déficit da América Latina e por quase 28,9% do déficit em conta corrente de todos os países em desenvolvimento.

Juntos. Em tese, o País precisaria absorver porcentual semelhante dos fluxos de investimento direto para a América Latina e para o conjunto dos países em desenvolvimento. Apesar de hoje em dia o Brasil sozinho já abocanhar 40,1% e 19,2% dos fluxos de investimento direto para a América Latina e para o conjunto dos países em desenvolvimento (sem China), respectivamente, sempre vai haver alguém que identifique um gap de recursos de longo prazo que poderia ser ainda maior nos

próximos anos. Há uma colossal resistência de analistas à aceitação da ampla evidência mundial de que a conta corrente de pagamentos tem perdido relevância e peso para a conta de capital na grande maioria dos países.

Talvez nem todo o mundo acredite que o regime cambial brasileiro seja efetivamente flutuante e possa um dia tornar-se ainda mais flutuante com maiores graus de conversibilidade. Afinal, pedir reservas crescentes com câmbio flutuante é uma contradição em termos. Há ainda uma verdadeira obsessão na acumulação de divisas, teimosamente vista como um objetivo a ser perseguido mesmo com o novo regime cambial. Alternativamente, pode ser que venhamos chegar à conclusão que esta seja a sina e o defeito congênito de países como o Brasil que construíram seu desenvolvimento assumindo passivos externos elevados: câmbio flutuante combinado com reservas internacionais crescentes. Esta suspeita sobre a eficiência e fôlego do novo regime cambial é o que ainda cria tanta ansiedade em relação à independência da política monetária e o medo de que os juros voltem a subir antes mesmo que a taxa de câmbio absorva eventuais choques externos.

**Lado ruim** - Portanto, o que geralmente pesa é o lado ruim. O que interessa para o mercado é que hoje o Brasil é o que se chama de segundo "High Beta Emerging Market" depois da Rússia. Ter o segundo maior "beta" significa que, entre os países emergentes, é o país que exige a segunda maior volatilidade de seus ativos em relação ao benchmark do mercado. Pelas razões citadas, para que isso acabe um dia, o governo brasileiro, além dos óbvios ajustes já mencionados, precisa manter seu programa firme de eliminação em alguns anos de quase todos os brades e pré-brades no mercado que, além de excessiva liquidez, evocam inevitavelmente o passado. Esses títulos ainda representam cerca de 70% da dívida externa do setor público, apesar do crescimento da participação dos global bonds com diferentes moedas e prazos expressando mais fidedignamente o novo risco país.

Não dá para se iludir. Apesar da trilha certa, os indicadores externos só vão melhorar para valer lá por meados da década, quando o passivo externo brasileiro estará bem mais baixo na sua relação com o PIB. Se o País tiver de depender disso para melhorar seu rating no curto prazo, sem chances. Temos de nos resignar que durante um bom tempo vai permanecer a sensação de que o ajuste ex-

terno no Brasil ainda está inconcluso. Vamos precisar de uma melhor tradução no exterior dos ajustes em curso no Brasil. Sem este esforço didático, tudo vai ficar difícil. Este trabalho já vem sendo feito com muita competência. Mais do que para qualquer outro país, torna-se decisivo para o Brasil o desenvolvimento permanente de uma verdadeira categoria para explicar e decodificar para o mercado as transformações estruturais em marcha. É precisamente explorando o lado subjetivo da avaliação das agências que o País pode tentar modificar a percepção que se tem dele. Quem sabe assim, guardadas as proporções, o mercado e as agências possam um dia atribuir ao Brasil um "estilo australiano de confiança", onde déficits em conta corrente elevados (por contas de serviços cronicamente deficitárias) financiados por investimentos diretos convivem com equilíbrio orçamentário permanente.

Enquanto esta confiança não chega, o País vai continuar convivendo com uma situação de conflito entre o reconhecimento dos avanços qualitativos importantes e o peso do passado problemático. Não será fácil evitar que os investidores continuem suspeiando da capacidade brasileira em fazer as coisas certas. A economia brasileira permanecerá ainda por um tempo pagando caro pela herança de um passado que a condena: moratórias externas, calotes internos, reestruturações involuntárias de passivos e uma plêiade de acordos não cumpridos. São máculas que parecem indelévels na imagem de um país que tem decep-

cionado, muito uma comunidade internacional que, paradoxalmente, sempre considerou seu potencial extraordinário e continua considerando. É como se todos re-

conhecessem seu notável dinamismo, mas ainda temessem que o tal "círculo virtuoso", supostamente em vigência, seja um blefe como outros no passado. Sempre aparecem, não se sabe de onde, um fato novo não previsto ou uma decisão do Judiciário surpreendente interrompendo tudo mais uma vez. Ou seja, há uma insegurança jurídica permanentemente ameaçando as decisões de investidores. Por enquanto, só os investidores diretos estão pagando para ver, como sempre, diga-se de passagem. Outros estão ainda aguardando sinais mais claros nas reformas e no ajuste externo.

**Raízes** - Somente o enraizamento de uma cultura da restrição orçamentária e fiscal e de uma cultura de exportações (ambas inéditas no Brasil) pode, ao longo do tempo, reduzir o ceticismo sobre o País. A melhora da situação social depende disso, combinada com determinação no uso dos limitados recursos públicos para o que de fato interessa socialmente. Não há melhora de precificação de risco enquanto não se reduzir para valer a correta e recorrente suspeição sobre a capacidade brasileira de fazer o que tem de ser feito nas reformas. O que está em jogo é a capacidade brasileira de mostrar que o ajuste fiscal assumirá, em algum momento, uma dimensão intertemporal que dependa de reforma da Previdência do setor público, reforma tributária e de prosseguimento firme das privatizações no setor de infraestrutura e bancário. Não está ainda construída a ponte entre um ajuste fiscal ainda visto como remediador e temporário e outro estrutural e duradouro. Alguns alicerces, como a Lei de Responsabilidade Fiscal e a Reforma do INSS, já estão implantados, mas falta todo o resto, que é muito a se fazer. Além disso, precisamos ter certeza de que os alicerces já fincados estão realmente firmes e consistentes e não com pé de barro. Enfase maior precisa ser dada na reforma tributária porque consolidaria não apenas o ajuste fiscal, mas essencialmente o ajuste externo, devido à incompatibilidade entre o caos tributário vigente e o imperativo da competitividade.

Será necessário mostrar que, dentro de um horizonte visível, dá para tocar o barco com credibilidade, mesmo sem a grande âncora de constrangimento que o acordo com o FMI ainda significa.

■ Octávio de Barros é economista-chefe do BBVA Brasil